
الدكتور
محمد عبد اللاه أحمد حسن
عقد تقديم الأستشارات بشأن
تداول
الأوراق
المالية
دراسة مقارنة مع القوانين الأمريكية والفرنسية
الناشر منشأة المعارف بالاسكندرية
جلال حزى وشركاه
2011

الناشر : منشأة المعارف ، جلال حزي وشركاه

44 شارع سعد زغلول – محطة الرمل – الإسكندرية – ت/ف 4853055/4873303 الاسكندرية

Email :monchaa@maktoob.com

اسم الكتـــاب : تقييم عقود الاستشارات القانونيةبشأن تداول الأوراق المالية

المـــــــؤلف : د/محمد عبد اللاه حسن

رقم الإيداع : 19122/ 2010

الترقيم الدولى : 978-977-03-1844-3

التجهيزات الفنية :

كتابة كمبيوتر: المؤلف

طبـــــاعة : شركة الجلال للطباعة

عقد تقديم الإستشارات بشأن

تداول الأوراق المالية

دراسة مقارنة مع القوانين الأمريكية والفرنسية

الدكتور

محمد عبد الله أحمد حسن

الناشر منشأة المعارف بالاسكندرية

جلال حزى وشركاه

بسم الله الرحمن الرحيم

﴿ رَبَّنَا لا تُؤاخِذْنا إنْ نَسِينَا أو أخْطأنَا

رَبنا ولا تحْمِلْ عَلَيْنَا إصراً كَمَا حَمَلتَهُ

عَلَى الذينَ مِنْ قَبْلِنَا

رَبَّنّا وَلاَ تُحَمّلِنَا مَالا طَاَقَةَ لَنَا بِهِ

وَاَعْفُ عَنَّا وَاَغْفِرْ لَنَاَ وَاِرْحَمْنَا أَنتَ مَولَانا

فَأنصُرْنَا عَلَى القَوْمِ الكَافِرِينَ ﴾

صدق الله العظيم

(سورة البقرة ، الآية ٢٨٦)

إهداء

إلى والدى ..... الحبيب رحمه الله تعالى

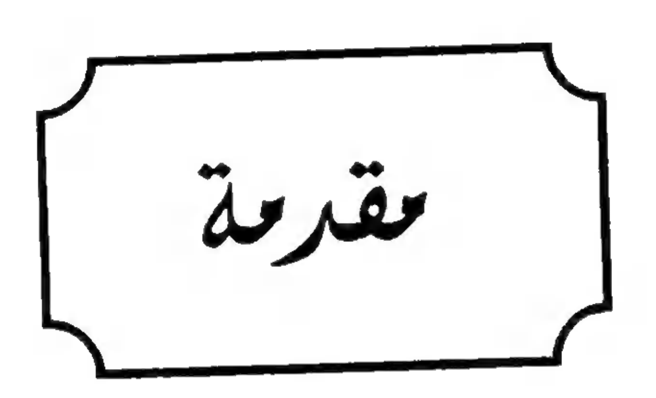
الذي طالما أظلنى برعايته، أكرمه الله.

إلى والدتى ..... الغالية. أطال الله بقائها

التى أحبتنى وبكت لكل فراق، وسالت دموعها علي عتبات كل لقاء، أطال الله في عمرها .

بيضُ الوجوهِ إذا المواقفُ أظلمتْ ألفيتهم فى الليلِ مثلَ الأنجمِ

محمد عبد اللاه


مقدمة

مقدمة

ـ لماذا يلجأ المستثمر إلى الاستشارة؟

من العناصر التي يسعى إليها المستثمر في سوق الأوراق المالية هو كيف يمكن تحديد سعر الورقة المالية الآن، ولا ينتهي الاهتمام فقط بسعر الورقة المالية الآن، ولكن يمتد إلى التنبؤ بقيمة الورقة المالية في المستقبل حيث إن القيمة المتوقعة للورقة المالية هي المحور الرئيس لعمليات الشراء(١).

فإذا كان على المستثمر في الأوراق المالية أن يختار الأوراق المالية التي تتفق مع ميوله ورغباته، كما يقع عليه التنبؤ الجيد بنوع الأوراق المالية التي ستكون محل اهتمام السوق، فإن هذا الاختيار والتنبؤ بحالة السوق يتوقف على دراسة أعمال الشركة التي ستكوّن من أسهمها محفظة الأوراق المالية. وهذا ما لا يستطيعه الشخص العادي حيث لا تتوفر لدية المهارة الكافية والوقت الكافي والمعلومات الصحيحة لإجراء عملية اختيار لأفضل الأوراق المالية قابلية للتداول بالبيع، والشراء في سوق الأوراق المالية(٢).

وطلب الاستشارات بشأن تداول الأوراق المالية أصبح حتمياً؛ وذلك نتيجة للتطور والتعقيد الاقتصادي المذهل في عصر ما بعد الحداثة (عصر المعلومات) والذي كان من نتائجه أن العميل أصبح غير قادرٍ بمفرده على

---

(1) انظر في ذلك د/ نادية أبو فاخرة، د/ شامل الحموي، د/ محمود صبيح، د/ أحمد الزهري، الأسواق المالية والمؤسسات المالية، ص٣٩ وما بعدها، الناشر كلية التجارة، عين شمس، ٢٠٠٠ـ٢٠٠١م.

(2) انظر: د/ سعيد محمد حسانين سيف النصر، دور البنوك في استثمار أموال العملاء، رسالة دكتوراه، كلية الحقوق، جامعة عين شمس، (بدون ناشر)، ١٩٩٣م.

اتخاذ القرارات عند إجراء عملية البيع والشراء، وهو يتجنب بذلك أن تلحق به خسارة كبيرة في سوق الأوراق المالية، وكذلك الحصول على المساعدة في اتخاذ القرارات الهامة بالاستثمار في الأوراق المالية.

وتقديم الاستشارات بشأن تداول الأوراق المالية يكون بناءً على اتفاق (عقد) يقدم فيه المستشار خبراته ومعرفته من خلال استشارة واحدة أو عدة استشارات يتم تقديمها لسنوات طويلة للعميل الذي يرغب في استثمار أمواله في الأوراق المالية وذلك بغرض الوصول إلى تحقيق أهداف العميل المشروعة، ومنها بلا شك تعظيم ربحية العميل بصورة كبيرة ويكون الطرف الأول في العقد هو المستشار ـ فرداً كان أو شركة استشارات، أو بيت خبرة، أو سمسار خدمة متكاملة، أو بنك ـ وطرفه الثاني العميل الراغب في الاستثمار في الأوراق المالية والدخول في البورصة سواء كان فرداً عادياً أو شركة ترغب في الحصول على استشارة لطرح أوراقها المالية للتداول لأول مرة فيما يسمى بسوق التداول الأولى (سوق الإصدار) أو ترغب في الدخول كبائعة ومشترية للأوراق المالية وتحتاج إلى استشارة، كي تقدم صناديق الاستثمار الراغبة في رفع مستوى أداء وظائفها بفتح حساب (عقد) استشارة أو نصح "Advisory Account" لدى شركة السمسرة، وعادة يفتحه العملاء الذين يعانون من انحراف (Inclination) في إدارة استثماراتهم المالية[1]، وسواء أيضاً كان العميل مستثمراً عادياً (Investor) وهو الشخص الذي يوظف أمواله في شراء الأوراق المالية لتحقيق الأرباح على المدى الطويل، أو مضارب (Speculator) وهو الشخص الذي يقوم بالشراء بقصد البيع بعد مدة وجيزة والاستفادة من فروق الأسعار، وتقتضي المضاربة

---

(1) انظر: د/ صالح راشد الحمراني، "دور شركات السمسرة في استثمار أموال العملاء"، رسالة دكتوراه، كلية الحقوق، جامعة القاهرة، ٢٠٠٠م، (بدون ناشر) هامش٣، ص٢٥٣.

دراسة دقيقة من المستشار قبل تقديمه الاستشارة وذلك كحركة الأسعار في البورصة واحتمالات رواجها أو كسادها ويستثنى من ذلك المقامر (Gambler) حيث يعقد الصفقات اعتماداً على الحظ دون أي خبرة أو دراسة، فالبورصة في نظره كمائدة القمار تماماً.

ويرتكز نشاط تقديم الاستشارات بشأن تداول الأورلق المالية على عقد يبرم بين العميل والمستشار المؤهل للقيام بنشاط تقديم الاستشارات بشأن تداول الأوراق المالية ومعظم قواعد هذا النشاط اتفاقية وتتوافق مع مبادئ النظام العام والمبادئ الخاصة بالبورصة، ويقتضي هذا النشاط إطاراً رضائياً يوضع بداخله التزامات أطراف العقد بشكل محدد ويتم هذا خلال فترة التفاوض والتي يحدد فيها بالتمام بنيان العقد الذي يمكن أن يتنوع وفقاً للأهمية المطلوبة من العقد، ويتوقف عليه مدى سعة الاستشارة والخدمات الأخرى التي تطلب من المستشار.

ونشاط تقديم الاستشارات بشأن الأوراق المالية والعقد المنظم لها محل الدراسة في الأصل قدم إلينا من التشريعات الأنجلو أمريكية من وراء الأطلنطي مع عقود أخرى لها تسميات مختلفة يمكن القول: إن هذه العقود يحكمها نظام قانوني واحد وطبيعة غير تقليدية للقانون المدني يمكن أن يطلق عليه القانون المدني الاقتصادي "Droit Civil Economique"[١]، وثمة قاسم مشترك بين هذه العقود هو أن موضوعاتها تدور حول الحصول على المعرفة ويكون ذلك باللجوء إلى أهل الخبرة الذين يقدمون الاستشارات ويعتبر الطرف القوى في هذه العقود وعلى ذلك تعتبر الاستشارات وصفاً للعلاقة التعاقدية بينما تعد المعرفة محلٌ هذا التعاقد أي السلعة المتعاقد على نقلها بمقابل.

---

(1) N. Mialon "contribution al'etude Jurudique d'un contrat de conseil" Rev. Trim de droit civ. 1973, No. 4, p. 309.

وفي فرنسا تعد مهنة تقديم الاستشارات بشأن الأوراق المالية مهنة غير منظمة بلوائح معينة وشركات تقديم المشورة (بشأن الأوراق المالية) في فرنسا غير خضعة لقانون خاص، إلا أنه يجوز لمستشار الأوراق المالية أن يعلن عن وجودة ونشاطه في الصحف أو النشرات الدورية، إلا أنه يحظر عليه الترويج لبيع الأوراق المالية (le demarchage) وعقد الصفقات[1]، وتكاد تنحصر مهمته في تقديم الاستشارات بصدد بيع أو شراء الأوراق المالية.

وفي مصر كذلك لا يوجد تنظيم تشريعي لتقديم مشورة الأوراق المالية مع عمق التشابه بين القانون المصري رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ الخاص بسوق المال ولائحته التنفيذية رقم ١٣٥ لسنة ١٩٩٣ وبين قوانين الأوراق المالية في الولايات المتحدة الأمريكية المتنوعة، إلا أنه يلاحظ عدم وضع أطر تشريعية لتقديم المشورة الملائمة في هذا القانون إلا شذراً[2].

كما أن التطبيقات القضائية والتحكيمية في مصر بشأن تقديم مشورة الأوراق المالية لا وجود لها؛ لعدم معرفة المتعاملين مع شركات السمسرة بهذه الاتفاقيات؛ لذا وجدت صعوبة كبيرة في الحصول على أحكام تحكيمية من هيئة سوق المال المصري ومن الأحكام القضائية المصرية.

---

(1) Raport anuel de la commission de operation de bourse au president de la republique Francaise pour 1980, p. 107.

(2) انظر مادة ٢٥٨ من اللائحة التنفيذية رقم ١٣٥ لسنة ١٩٩٣ لقانون سوق المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢م.

خطة البحث:

عالجت هذا البحث في ثلاثة أقسام رئيسة بدأته بفصل تمهيدي، وذلك على النحو التالي:

الفصل التمهيدي:

تاريخ الموضوع وتطوره.

خصائص العقد.

أهداف العقد.

مخاطرة.

عقد تقديم الاستشارات بشأن تداول الأوراق المالية في الفقه الإسلامي

القسم الأول: تكوين العقد:

باب أول: أطراف العقد.

باب ثاني: أركان العقد.

القسم الثاني: آثار العقد:

باب أول: التزامات المستشار ومسئوليته.

باب ثاني: التزامات العميل.

القسم الثالث: انقضاء العقد وتكييفه القانوني:

باب أول: انقضاء العقد.

باب ثاني: التكييف القانوني للعقد.

خاتمة البحث

فصل تمهيدي

ويحتوي على خمسة مباحث:

المبحث الأول ـ تطور عقود الاستشارات بشـــأن تـداول الأوراق المــالية

المبحث الثاني ـ خصائص عقدتقديم الاستشارات بشأن تداول الأوراق المالية

المبحث الثالث ـ أهداف عقد تقديم الاستشارات بشأن تداول الأوراق المالية

المبحث الرابع ـ مخاطـــــــــر التعـــامل في الأوراق الماليـــة

المبحث الخامس ـ تقديم الاستشارات بشان تداول الأوراق المالية في الفقه الإسلامي

تمهيد وتقسيم:

منذ وقت طويل اعتاد المتعاملون في الأوراق المالية على طلب المعلومات والاستشارات من المتخصصين في إدارة الأوراق المالية أو اللجوء إلى خدمات مهني يقوم بإرشادهم في اختياراتهم في إطار عقد منظم للاستشارات "lin contrat de conseil professional"[(١)].

وقد كانت تقدم هذه الخدمة فيما مضى بواسطة البنوك والسماسرة بشكل عفوي وتقليدي، ولكن في الأوقات الحالية وخصوصاً بعد الأزمة العالمية سنة ١٩٢٩ حيث قامت الولايات المتحدة بوضع قواعد وقوانين لمستشار الاستثمار اختلف الأمر كما سنوضح في هذه الدراسة.

وفي إطار دراسة عقد تقديم الاستشارات بشأن تداول الأوراق المالية سنقسم هذا الفصل إلى خمسة مباحث:

المبحث الأول ـ تطور عقود الاستشارات بشأن تداول الأوراق المالية.

المبحث الثاني ـ خصائص عقد تقديم الاستشارات بشأن تداول الأوراق المالية.

المبحث الثالث ـ أهداف عقد تقديم الاستشارات بشأن تداول الأوراق المالية.

المبحث الرابع ـ مخاطر التعامل في الأوراق المالية.

المبحث الخامس ـ تقديم الاستشارات بشأن تداول الأوراق المالية في الفقه الإسلامي.

---

(1) Dessambe Moussi (Jean–Jacques) "Gestion de Portefeuille" Dicionnaire/Joly. Revue Droit et Patrimoine. Bourse et Produits Financiers, 1996. Docftrine No. 5-p. 2.

المبحث الأول

تطور عقود الاستشارات بشأن تداول الأوراق المالية والتشريعات المنظمة لها

مهنة تقديم الاستشارات بشأن الأوراق المالية نبعت في كنف البنوك التي لم يقتصر دورها على الحصول على أكبر عائد مالي للمشروعات فقط بل امتد إلى القيام ببعض العمليات الأخرى المتقدمة.

في فرنسا:

الاستشاري المالي ــ عامة ــ قد يظهر في شكل وديع أو شكل وكيل أوراق مالية، وقد يظهر في شكل استشاري أوراق مالية "وهو محل دراستنا".

ويعتبر تقديم المعلومات والاستشارات من أهم الخدمات المصرفية الحديثة نظرًا لأهمية هذه المعلومات والاستشارات لمساعدة العملاء في اتخاذ القرارات الهامة المتعلقة بالتجارة والاستثمار[١].

وتعتبر خدمة تقديم الاستشارات بشأن تداول الأوراق المالية خدمة حديثة النشأة حيث يعد بنك "Lyonnais creidit" أول بنك فرنسي يقدم هذه الخدمة للعملاء سنة ١٩٥٢م وتبعة في ذلك بنك "La societe general" الذي أنشأ فرعًا مستقلا لتقديم النصيحة في الاستثمار وإدارة الذمة المالية[٢].

---

(1) انظر: د/ أحمد بركات مصطفى، التزام البنك تقديم المعلومات والاستشارات المصرفية، رسالة دكتوراه، جامعة أسيوط، ١٩٩٠، بدون ناشر، صفحة ٤٤ ، ٤٥.

(2) انظر: د/ محمود مصطفى حسن محمد: "النظام القانوني لعقد إدارة الأوراق المالية" رسالة من جامعة القاهرة، بدون ناشر، ٢٠٠٢، ص٢٠، ٢١.

ويتم تقديم هذه الخدمات الاستشارية الاستثمارية بناء على اتفاق بين البنك باعتباره أميناً للاستثمار وبين العميل المستثمر[١]. تبعًا لالتزامات البنك التعاقدية في إطار علاقات الأعمال المبرمة مع العميل ويكون العقد صريحًا في حالة إبرامه بين البنك بتقديم الاستشارات للعميل مقابل أجر وفي هذه الحالة يكون البنك ملتزمًا بتقديم الاستشارات[٢].

ومع أن هذا العقد يعتبر عقداً شائعاً في فرنسا إلا أنه غير منظم تشريعياً. حيث تنص م٤ من قانون تحديث الأنشطة المالية رقم ٥٩٧ الصادر بتاريخ ٢ يوليو ١٩٩٦م والذي ينص على أن تحمل الخدمات الاستشارية على الوسائل المحصاة في مادة (١) للقانون الحالي وتحتوي هذه الخدمات على قبول وتداول الأوامر لحساب الغير وتنفيذ الأوامر لحساب الغير والتفاوض لحساب الغير وإدارة الأوراق المالية لحساب الغير والاكتتاب في مجموع السندات أو الأسهم أو في جزء كبير منها للتوظيف[٣]. ولا يوجد من بينها تقديم الاستشارات بشأن تداول الأوراق المالية. وإن كان هناك أحكام وقرارات هامة تنظم هذه العملية مثل حكم محكمة استئناف باريس ٢٧ فبراير ٢٠٠١م حيث مارست محكمة استئناف باريس مراقبة على المكافآت المستحقة لشركة المشورة. كما أن مجلس الأوراق المالية "Consil des Marhes Finaciers (CMF)" أصدر بالقرار العام رقم ٢٠٠٠,٠١ قواعد حسن السلوك في شأن دخول البورصة وهذه القواعد متصلة بشكل خاص بمتطلبات المدة بين توقيع توكيل الدخول وبين الدخول نفسه وذلك رغم أن شركة المشورة غير خاضعة لقانون خاص والالتزامات

---

(1) د/ سعيد محمد حسانين سيف النصر: مرجع سابق، ص٢٢٩.

(2) V. Mialon. ***Op. Cit.***, No. 4, p. 9.

(3) V. Code de Comercex. Dalloz Textes, Ky Jurisprudence annotation Bourses et Marches Financiers, P. 368.

المفروضة عليها هي الالتزامات المحددة بواسطة الأطـراف فـي دخـول البورصة، وهذه القرارات هي قرار CMF رقم ٢٠٠٠,٠١ ص٣٠١٩[١].

وأيضاً مع ذلك يجوز لمهني استشارات الأوراق المالية أن يعلن عن وجوده ونشاطه في الصحف والنشرات الدورية، إلا أنه يحظر عليه الترويج لبيع الأوراق المالية (le demarchage) وعقد الصفقات وتكـاد تنحـصر مهمته في تقديم الاستشارات بصدد بيع أو شراء الأوراق المالية كما ذكرنـا سابقاً[٢].

في الولايات المتحدة الأمريكية:

وقد طور المشرع الأمريكي هذا العقد في شكله ومضمونه الحالي مع عقود أخرى لها تسميات مختلفة. فقد شعر المشرع الأمريكـي وفـي فتـرة تاريخية مبكرة عن باقي التشريعات بخطورة الاستشارات بشأن الاستثمار في الأوراق المالية على السوق واستقراره ومدى خطـورة عمـل استـشاري التداول. لذا وضع تنظيمًا مفصلاً لتقديم الاستشارات بشأن التداول والاستثمار في الأوراق المالية بتشريع مفصل. وذلك تمشيًا مع السياسة الأمريكية بوضع قوانين مفصلة لتنظيم أسواق الأوراق المالية بعد الانهيار الكبيـر للأسـواق المالية سنة ١٩٢٩م فيما يعرف بيوم الثلاثاء الأسود. وصدر هـذا القـانون ليملأ فراغًا تشريعيًا كانت تعاني منه أسواق الأوراق المالية واستهدف دعـم قدرة المستثمر في الحصول على الاستشارات والمعلومـات الحقيقيـة عـن

---

(1)V. Michnles Stork, Nicolas Rontchensky, Charles Goyet. Droit de Marches Financier--R.T.D. Com. P. 54 (4). Oct. Dec. 2001 p. 493.
وانظر W. Mith et V. Mkarlin عرض القرار رقم ٢٠٠٠,٠١ ونشرة CMF رقـم ٢٨ في مايو سنة ٢٠٠٠ ص٣.

(2) Raport annuel de la commission de operation de bourse au president de la Republique Francaise Pour 1980, p. 107.
وانظر W. Mith et V. Mkarlin عرض القرار رقم ٢٠٠٠,٠١ ونشرة CMF رقـم ٢٨ في مايو سنة ٢٠٠٠ ص٣.

الأوراق المالية ومكافحة أسباب الغش والخداع في تقديم الاستشارات، ويلاحظ أن المشرع الأمريكي نظم بصورة دقيقة في القانون المذكور تقديم الاستشارات للمستثمرين والمتداولين في الأوراق المالية[1]، إلى جانب قرارات لتنظيم تقديم المشورة في الأوراق المالية أصدرتها (NASD)[٢]، الجمعية القومية للمتعاملين بالمستندات المالية و(SROS)[٣]، منظمات للتنظيم الذاتي وقواعد (NYSE)[٤]، أي بورصة نيويورك وقواعد

---

(1) See. Investement Advisors Act 1940- (Code on Line) Via Access Wais Access. GPO, GOV).
http://www4.Law.cornell.edu/us code/15/GOB-14 htm.

(2) National Association of Securities Dealers (NASD).
الاتحاد الوطني لتجار الأوراق المالية، ويضم السماسرة والتجار المتعاملين في السوق غير المنظمة، ويقوم هذا الاتحاد بتنظيم العمل في هذا السوق ومنح التراخيص للسماسرة بعد اجتياز الاختبار، وقد قام هذا الاتحاد بوضع شبكة اتصالات على المستوى القومي تغطي جميع المعلومات والأوامر المرتبطة بالأوراق المالية، ويطلق عليها ناسداك.
National Association of Securities Dealers Automated Quatation System (NASDAQ).

(3) منظمات (organization) التنظيم الذاتي ومنها (NASD) و (NYSE)

(4) (NYSE) New York Stock Exchange.
بورصة نيويورك وهي تعتبر أكبر بورصات في الولايات المتحدة وتستحوذ على (٨٠%) من المعاملات وتأتي بعدها بورصة (AMEX) American Stock Exchange وموقعها مدينة نيويورك وكذلك بورصة (NYSE) في وول ستريت، وهما بورصتان تعملان على المستوى القومي وتوجد بورصات صغيرة أخرى تعمل على مستوى الولاية مثل بوسطن وسينسياتي والباسفيك وفيلادفيا بخلاف السوق الغير منظم (OTC) Over The counter Market ، وهي أسواق يتم التداول فيها خارج البورصات "خارج المقصورة" عن طريق شبكة اتصالات (NASDAQ) ويشرف عليها منظمة (NASD) Security Investor Protection Corporation ، ثم توجد أيضاً السوق الثالث والرابع وهي جزء من (OTC) والأول يضم السماسرة الذين يقدمون خدمات للمؤسسات الاستثمارية الكبيرة ، أما الرابع فهي السوق التي يتم التعامل فيها مباشرة بين الشركات مصدرة الأوراق المالية وبين المستثمرين، انظر: http://www.sec.gov/asec/wot.1/sot.htm.
وموقع الأهرام الاقتصادي:
//www.ahram.Org.Eglik/2004/11/22/eptSPPt/25.htm.

(MSRB)[١]. مجلس عمل القواعد الملائمـــة للـــسندات المحليـــة وقواعـــد (SEC)[٢]. مجلس الأوراق المالية وهي قرارات وقوانين غاية في الأهمية.

ويعرف المشرع الأمريكي (الولايات المتحدة الأمريكية) عقد تقـديم الاستشارات للمستثمرين في الأوراق المالية بأنه: "أي عقد أو اتفاقية والتـــي عن طريقها يوافق الشخص على القيام بمهام مستشار الاستثمار في الأوراق المالية، وأيضاً تنظيم حساب استثمار أو تجارة للآخرين[٣].

"Investment Advisory Contract" defined. As used in paragraphs (2) and (3) of subsection (a) of this section" "investment advisory contract" means any contract or agreement were by a person agrees to act as investment adviser or to mange any investment or trading account of another person other than any investment company registered under subchapter (1) of this chapter.

في مصر:

فقد نشأت الاستشارات بشأن تداول الأوراق المالية وتطـورت فـــي كنف البنوك. حيث أنها كانت ومازالت الأجدر والأفضل لتقديم الاستـــشارات بشأن التداول للعملاء وذلك لما تملكه من إمكانيات بحثيـــة وعلميـــة ولثقـــة الأفراد فيها.

---

(1) مجلس عمل القواعد الملائمة للسندات المحلية (MSRB).

(2) Securities Exchange Commission.

لجنة الأوراق المالية، هيئة فيدرالية مهمتها الإشراف على الأسواق المالية، وتتكـــون من خمس أعضاء يتم استبدال عضو منهم كل عام، والعضو يساعده مجموعة كبير من الخبراء والمحاسبين ويعين من رئيس الجمهورية، ثم موافقة الكونجرس.

(3) See. Sec. 80b-5-Investment Advisory Contracts. Title 15-Chapter 2 D-Subchapter II. From Us code Collection–http://www4.law. cornell-edu/us code/15/80b-5html.

ومعظم الاستشارات الخاصة بتداول الأوراق المالية حاليًا في مصر تصدر عن سماسرة الأوراق المالية حيث أنه في دراسة على المجتمع المصري (ودراسة مشابهة في الولايات المتحدة) أثبتت أن الوظيفة الأولى التي يقوم بها سماسرة الأوراق المالية هي تقديم الاستشارات والنصائح للمتعاملين في الأوراق المالية، حيث يعتمدون وبصورة رئيسية في معظم الأحيان على المعلومات والنصائح يتلقونها من السماسرة في اتخاذ قراراتهم وهذه النتيجة بديهية بصفة عامة وفي ظل الاحتكار الذي تمارسه شركات السمسرة كما ينص القانون في عمليات تداول الأوراق المالية[١].

ونرى ضرورة الفصل بين سماسرة الخدمة المتكاملة والذين يقومون بتقديم الاستشارات للمتعاملين وبين سماسرة الخصم ـ كما هو موجود في بورصة نيويورك (NYSE) ـ حيث انقسم السماسرة إلى القسمين السابقين وأول ما يفكر فيه المستثمر هو أي نوع من هؤلاء السماسرة يحتاج فإن أراد تنفيذ الصفقة بالإضافة للخدمات الأخرى، فإنه يتوجه إلى سماسرة الخدمة الكاملة وإن كان في حاجة إلى تنفيذ الصفقة فقط فيكون خط سيره سمسار الخصم، وتكمن التفرقة في تكلفة العمولة التي تكون منخفضة لدى هذا الأخير ومرتفعة لدى الأول. ونأمل أن تأخذ الهيئة العامة لسوق المال بهذا التقسيم، وذلك لضمان حقوق العملاء وذلك من خلال إيجاد شركات سمسرة تكمل نقص الخبرة لدى المتعاملين.

---

(1) د/ صالح راشد الحمراني: مرجع سابق، ص٨٠.

المبحث الثاني

خصائص عقد تقديم الاستشارات

بشأن تداول الأوراق المالية

مقدمة :

ينبغي التعرف ابتداء على السمات الخاصة بالعقد، فمن الواضح أننــا بصدد تنظيم لعقد ومهنة جد حديثة وأنها في حاجة إلى نوع من الاســتقرار القانوني وخصوصاً في مصر ــ ولذا نتناول خصائص هذا العقد ــ ونعالجه في الآتي:

المطلب أول ـ خصائص العقد.

المطلب ثاني ـ ماهية العقد بالنظر لأطرافه.

المطلب ثالث ـ تصنيف العقد.

المطلب الأول

خصائص العقد

أولاً ـ عقد رضائي:

الطابع الرضائي:

من المعروف أن العقود تنقسم إلى عقود رضائية، وعقود شكلية، وعقود عينية، وذلك بالنظر إلى ما إذا كانت الإرادة بذاتها ومجردة عن أي شيء تكفي لإنشاء هذه العقود أم لا أما إذا تطلب القانون لانعقاد العقد، اقتران الرضا سلم الشيء الذي يرد عليه عند العقد عقدًا عينيًا وإذا استلزم القانون مجيء الرضا في شكل معين مثل الكتابة الرسمية أو العرفية عُدّ العقد عقدًا شكليًا[1].

وينعقد عقد تقديم مشورة التداول والاستثمار في الأوراق المالية وعلى ما سلف البيان بمجرد تبادل أطرافها الإيجاب والقبول، وغالبًا ما يتم عن طريق الهاتف أو الحاسب الآلي، ويعتبر العقد منعقدًا تمامًا وبشكل نهائي بمجرد التوقيع على فتح حساب استشارة أو خدمات بيع سمسار الخدمة المتكاملة، أو الموافقة على طلب المتقدم للبنك، أو التوقيع على العقد النموذجي بالنسبة لباقي الاستشاريين الماليين[2].

---

(1) راجع السنهوري، الوسيط الجزء الأول "مصادر الالتزام" المجلد الأول، ص١٨٧، ١٨٨. د. محمد لبيب شنب، دروس في نظرية الالتزام، مطبعة الجامعة ١٩٨٩م، نبيل إبراهيم سعد مير تناغو، النظرية العامة للالتزام، دار المطبوعات الجامعية، الإسكندرية ١٩٩٣م، ص٤٤. د. عبد الفتاح عبد الباقي، نظرية العقد ١٩٨٤م، ص٥٩. د. محمد جمال عطية عيسى، مفهوم العقد ، دراسة مقارنة عن الفكر القانوني الغربي والعقد الإسلامي، دار النهضة العربية ١٩٩٩م.

(2) انظر (Investrent Advisers ACT. 1940 USA) مرجع سابق. قانون سوق رأس المال المصري ولائحته التنفيذية، مرجع سابق

ولا يؤثر وجود هذه النماذج المطبوعة على طبيعة العقد الرضا فيه فالتراضي يتم بمجرد تبادل التعبير بين إرادتين متطابقتين دون ما حاجة لشكل معين.

ويتميز عقد تقديم مشورة التداول بسرعة الانعقاد السريعة جدًا عن طريق وسائل الاتصال الحديثة بما فيها الهاتف المحمول ولاسيما في حالة استدامة المعاملة بين العميل ومستشار التداول، بل ممكن لا يلتقي أطراف هذا العقد إلا في حالة التوقيع على فتح الحساب أو تقديم الطلب للبنك أو السمسار للحصول على الخدمة.

ثانياً ـ عقد مساومة:

عقد تقديم مشورة التداول "عقد مساومة":

لم يرد في التشريعات الحديثة تعريف محدد لعقود الإذعان إلا أن السائد في الفقه التقليدي وما جرت عليه أحكام القضاء قديمًا[١]، هو أن عقود الإذعان تحددها الخصال الآتية أي تتميز بثلاث خصال أولاها: أن يتعلق بسلعة أو مرفق ضروري وثانيها: احتكار السلعة احتكارًا قانونيًا أو فعليًا أو على الأقل سيطرته عليها سيطرة تجعل المنافسة فيها محدودة النطاق وثالثها: صدور الإيجاب موجهاً للناس كافة وبشروط متماثلة ولمدة غير معلومة[٢].

---

(1) انظر د/ مصطفى كمال ــ النظرية العامة للالتزامات ، مصادر الالتزام ــ الإسكندرية ٢٠٠٠م، مصادر الالتزام الإسكندرية ١٩٨٥م ص٢٠٥.

(2) راجع د/ عبدالمنعم الصدة، مصادر الالتزام، طبعة ١٩٨٤م، فقرة ٩٢ ص١٠١ وما بعدها، د/ حسام الأهواني، مصادر الالتزام ، المصادر الإدارية طبعة ١٩٩٢م، فقرة ١٠٣ ص٧٣، وانظر مجموعة الأعمال التحضيرية بالقانون المدني المصري الجزء الثاني ص٦٩.

وإن كانت الفكرة السابقة للإذعان قد تم هجرها وحلت محلها فكـرة جديدة هي نتاج للثورة الصناعية والمعلومات الحديثـة ومؤداهـا أن عقـد الإذعان هو: "العقد الذي يستقل أحد الأطراف، وقبل الإبرام لتحديد مضمونه كليًا أو جزئيًا ويقتصر دور الطرف المذعن في قبول هذا العقد أو رفضه ولا يشترط وجود احتكار قانوني لسلعة أو خدمة ضرورية للقول بوجود طـرف قوي اقتصاديًا وآخر ضعيف بل يكفي أن يكون إعداد العقد قـد تـم مـسبقًا بواسطة الطرف الآخر، وبهذا يقوم المذعن بدور سلبي في تنفيذ العقد حيـث يخضع للشروط التي رسمها الطرف الآخر لمصلحته.

ومع التسليم أنه في ضـوء المعـايير الـسابقة يمكننـا القـول أن عقد مشورة التداول من قبيل هذا النوع من العقـود إلا أنـه مـن المـستقر أنه ليس كل عقد يوصف بأنـه عقـد إذعـان يجـب أن تنـصرف إليـه الحماية الغير تقليدية وحتى مع وجود العقـود النموذجيـة واتفاقيـات فـتح حساب المشورة مـع الـسماسرة والتـي وضـعت مـن قبـل الجمعيـات والبنوك وشركات السمسرة الكبرى إلا أن هذه النمـاذج لا تـؤثر بـالقطع على إرادة الأطراف إذ مـن حـق كـل مـنهم مناقـشتها وتعـديلها مـع الطرف الآخر، وهي تشبه إلى حد بعيـد القواعـد المكملـة التـي يجـوز مخالفتها.

الشروط التعسفية:

إن كلمة تعـسف (abuse) تعنـي فـي الاصـطلاح "الاسـتخدام الفـاحش لميـزة قانونيـة "Excessif d'un prerogative jurdique"، وهي في القانون تعني التعسف المخـل بـالتوازن، حيـث تعتبـر شـرطًا تعسفيًا، بالنظر للميزة القاصرة على المهني مما يؤدي إلـى عـدم تـوازن

في حقوق والتزامات الأطراف[١]، ويتحقق ذلك بمعيارين والتي أشارت لهما مادة ٣٥ من قانون حماية المستهلك وهما اقتصادي وقانوني ويقصد بالأول ذلك التعسف الناجم عن السلطة الاقتصادية التي يملكها الطرف القوي أي تعسف الموقف الذي يسمح له بفرض شروط على الطرف الآخر وهو يقترب من التدليس كما وصفه البعض[٢]، أما المعيار الثاني فيقصد به الميزة التي يمنحها هذا الشرط للمهني.

وعقد تقديم مشورة التداول لا يمكن أن يتحقق فيه التعسف بشقيه الاقتصادي والقانوني لأن العقد ببساطة لا يلزم العميل بالتعاقد مع مستشار التداول كما أن له الانسحاب من العقد في أي وقت وأية مهلة[٣].

ويمكن أن يقال أن الشرط التعسفي هذا يمكن أن يتحقق من خلال الأجر وملحقاته والتي في غالب الأحيان يفرضها مستشار التداول مستغلاً

---

(1) V.Ghestiodn:"L'abus dans les contrats"GA2-PAL:1981.2.doc.P. 379 وراجع أيضًا د/ احمد محمد محمد الرفاعي – الحماية المدنية للمستهلك المضمون العقدي" دار النهضة العربية ١٩٩٤م ص٢٢٠ وما بعدها. "Protection des consummator" وراجع Rev. trim. Droit. Civil T. D. C) Ga2 PAL 1981. 2. P. 379.

(2) انظر د/ احمد محمود سعد، نحو إرساء نظام قانوني لعقد المشورة المعلوماتية (لمعالجة الآلية للبيانات بواسطة الحاسب الآلي) دار النهضة العربية ١٩٩٤م، مرجع سابق، ص٣٥١.

(3)Norman. et al., V. Mckee, et al. No. 45076, United States district court for the northern district of California. 290. F. Supp. 29, 1968 U. S. dist. Lexis 12069, Fed. Sec. L. Rep (CCH). P92, 244. July 31, 1968.
Egene Palumbo, Genvee Palumbo Inc, employee Retirement trust and gene Palumbo IRA, Plaintiffs- against Marvin Shulman, Inc, مرجع سابق

معرفته وتميزه المهني في العقد حيث يملك المعرفة والخبرة الفنية التي يطلبها العمل ولا علم له بمدى قيمتها أو تقديره لها إلا أنه من الملاحظ أن كافة العقود المهنية وغير المهنية أصبحت سائدة فيها المبالغة في الأجر[١]، وقد رأينا في حكم فرنسي سابق[٢]، كيف أن القضاء يتربص لمستشار التداول بالتدخل ومباشرة رقابة في هذا الأمر دون ارتباط يكون هذا العقد يعد عقد إذعان أم لا ؟.

ثالثاً ـ عقد زمني أو فوري:

تنقسم العقود حسب الزمن في تحديد الالتزامات الناتجة عنها إلى عقود زمنية وعقود فورية، فالعقد الفوري هو العقد الذي لا يكون الزمن عنصرًا جوهريًا فيه، أي أن الالتزامات لا تتخذ بناء على الزمن بل بناء على ما توصل إليه أطراف العقد واتفقوا عليه بينما العقد الزمني هو العقد الذي يكون الزمن فيه عنصرًا جوهريًا له في تحديد التزامات أطراف العقد[٣].

والعقود الزمنية ذاتها تنقسم إلى عقود مستمرة أي تنفيذها ممتد عبر الزمن وعقود دورية أي يتكرر فيها الأداء على نطاق زمني محدد لسد حاجات متكررة وفقًا لاتفاق العاقدين.

---

(١) للمزيد راجع د/ محمد لبيب شنب ـ شرح أحكام عقد المقاولة طبعة ١٩٦٢م دار النهضة العربية وطبعة ٢٠٠٤م الطبعة الثانية الناشر دار المعارف الإسكندرية ـ راجع أيضًا: د/ احمد محمود سعد مرجع سابق ص٢٣٠ وما بعدها فقرة ٥٢.

(٢) راجع في القضاء الفرنسي:
Charles Goyet, Nicolas Rontchersky, Michel storck Droit des Marches Finawciers مرجع سابق

(٣) انظر السنهوري، الوسيط الجزء الأول، ص٢٠٤ وما بعدها، مرجع سابق. د/ عبدالفتاح عبد الباقي مرجع سابق ص١٢، د/ نبيل سعد وسمير تناغو، النظرية العامة ... الجامعية ١٩٩٣م ص٦٠ وما بعدها، مرجع سابق.

ومما لا شك فيه أن عقد تقديم مشورة التداول يصلح أن يكون عقداً فورياً يتم تقديم استشارة معينة لعميل ثم ينتهي وكذلك يصلح أن يكون عقداً زمنياً من العقود الطويلة أي يتكرر فيها تقديم مشورة التداول عبر مرحلة زمنية طويلة وهي ما يسمى بالاشتراك مع الوكالات المتخصصة أو البنوك والسماسرة لتقديم مشورة التداول للعملاء.

رابعاً ـ عقد ملزم للجانبين:

تنقسم العقود إلى عقود معاونة وعقود تبرع، في عقد المعاوضة هو العقد القائم على تبادل المنافع حيث يأخذ المتعاقد مقابل عادل لما يعطي وهو ما يسمى بتوازن العقد، أما عقد التبرع فهو العقد الذي لا يأخذ فيه المتعاقد مقابل لما يعطي مع انصراف النية لذلك. كما يرق الاختلاف بين عقود المعاوضة والعقود الملزمة للجانبين فعقد المعاوضة قائم على تبادل المنافع أما الملزم للجانبين فهو قائم على تبادل الالتزامات[1].

ويعتبر عقد تقديم مشورة التداول من عقود المعاوضات فكل طرف من أطراف العقد يحصل على مقابل لما يعطيه مستشار التداول على المبلغ المالي أو حصة من الأرباح أما العميل يحصل على مشورة تداول نافعة.

ويستبعد قانون مستشاري التداول والاستثمار في الأوراق المالية في الولايات المتحدة النصائح المجانية من كونها استشارات متخصصة بل لم يعتبر من يمارسها مستشار تداول واستثمار في الأوراق المالية حيث يعرف هذا القانون مستشار التداول والاستثمار في الأوراق المالية بأنه: "هو ذلك الشخص الذي يختص بإرشاد الآخرين وتكون تلك المهمة مدفوعة الأجر ويقوم بتلك المهمة بصورة مباشرة أو غير مباشرة[2].

---

(1) انظر د/ عبد الفتاح عبد الباقي، مرجع سابق، ص٧١.

(2) Investment advisers act- sec gob-2 definitions.

وعلى ذلك لا تعد النصائح التي تقدم من شركات السمسرة للعملاء بدون مقابل استشارات تداول بالمعنى المطروح وإنما خدمات مجانية تقدم لجذب العملاء – إلا إذا كانت بأجر وهنا يشترط قانون سوق رأس المال المصري في لائحته التنفيذية مادة ٢٢٢ عدم تقاضي أي أجر أو مقابل من أي نوع أو اشتراط تصرف معين من عملاء الشركة (السمسرة) عند تقديم خدمات أعلنت الشركة أنها مجانية.

خامساً ـ عقد يقوم على الاعتبار الشخصي:

هناك عقود تقوم على الاعتبار الشخصي وهي التي يكون لشخصية المتعاقد دور على مستوى انعقاد العقد وتنفيذه بحيث يعتمد في كل ذلك على شخصية المتعاقد ذاتها. فهو لا ينعقد بمجرد صدور الإيجاب والقبول من شخص غابل بل بصدور القبول والإيجاب من شخص محدد ولذا ينقضي العقد بوفاة الطرف محل الاعتبار في التعاقد[1].

مما لا شك فيه أن عقد تقديم مشورة التداول تعد من عقود الاعتبار الشخصي وخصوصًا في جانب مستشار التداول فالعميل لا يقبل التعاقد مع أي مستشار تداول إلا إذا كان محل ثقته ويتمتع بالدراية والخبرة والعلم وعلى ذلك فعقود تقديم مشورة التداول لا يمكن اعتبارها عقوداً تقوم على الاعتبار المالي البحت وإن كان يسار العميل محل اعتبار في التعاقد، فهي عقود يكون لشخصية مستشار التداول فيها اعتبار كبير حيث أن مشورة التداول تعتمد على ذكائه ومعرفته هذا إذا كان مستشار التداول فرداً أما إذا كان مؤسسة فسمعتها ومكانتها وتاريخها أيضًا محل اعتبار في العقد ولذا لا يجوز لمستشار التداول أن يحيل العمل المكلف به إلى شخص آخر، حيث تنص

---

(1) انظر د/ حسام الأهواني، مصادر الالتزام، مرجع سابق ص٢٤.

المادة ١٢٣٧ مدني فرنسي ومقابلها المصري ٢٠٨ مدني مصري والتي تجيز في حالة الالتزام بعمل أن يرفض الوفاء من غير المدين إذا نص الاتفاق أو استوجبت طبيعة الدين أن ينفذ المدين الالتزام بنفسه.

وعلى ذلك يمكن القول أن عقود تقديم مشورة التداول تقوم على الاعتبار الشخصي بصورة كبيرة والذي يمكن أن ينهار العقد بانهياره، حيث إن شخصية المتعاقد ذات اعتبار في العقد فالقدرات الشخصية لمستشار التداول هي صاحبة اعتبار كبير في العقد وذلك أن العقد من العقود التي ينفرد فيه أحد طرفيها بالإدارات الرئيسية التي تعد أهم جوهريات دور العقد فمستشار التداول كما سبق الذكر يملك المعرفة الفنية والعميل يدفع ثمنًا لهذا الفن الذي يحمله وعلى هذا يعد مستشار التداول ذو اهتمام كبير عند التعاقد.

وإن كان هذا لا يعني عدم استعانة مستشار التداول بمعاونين له يقومون بالتحليل والدراسة للسوق والأوراق المالية وتصدر من ثم الاستشارة باسمه بل له الاستعانة بدراسات أخرى صادرة عن مراكز أبحاث ومحللين ماليين آخرين وهنا اشترط المشرع المصري في اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال المصري رقم ١٣٥ لسنة ١٩٩٥م مادة ٢٢٣ أن تتضمن هذه الأبحاث اسم الشركة التي أعدتها وتاريخ النشر لأول مرة في حالة تكرار النشر بالإضافة للبيانات المالية الرئيسية عن الشركة مصدرة الأوراق المالية وذلك وفقًا للقواعد التي تضمنتها الهيئة.

بل يصل الأمر في الولايات المتحدة الأمريكية بالاستعانة باستشارات الآخرين مع دفع مقابل لها دون علم العميل وتقديمها له على أنها مشورة تداول صادرة منه.

المطلب الثاني

ماهية العقد بالنظر إلى أطرافه

يمكن تصنيف عقود تقديم الاستشارات بشأن تداول الأوراق المالية إلى نوعين:

أولاً ــ عقد تقديم الاستشارات بشأن تداول الأوراق المالية في سوق الإصدار - (السوق الأولي - سوق الإصدار)[1]:

عند الإصدار يتم التعامل لأول مرة على الأوراق المالية فور صدورها وهذا التعامل من خلال عملية (الاكتتاب)[2]. ويختص بتأسيس الشركة الجديدة وطرح رأسمال الشركات للاكتتاب في صورة أوراق مالية.

وفي هذا السوق: "تنشأ علاقة مباشرة بين مصدري الورقة المالية والمكتتب الأول فيها أو بين المقترض والمقرض فهي سوق تتجمع فيه

---

(1) Issuing or primary market وهي تلك السوق التي يتم التعامل فيها على الأوراق المالية عند إصدارها للاكتتاب فيها لأول مرة خاصة بالنسبة للسهم. وقد يكون هذا الاكتتاب خاصًا مقصورًا على المؤسسين أو عامًا عن طريق طرح بعض أو كل الأسهم على الجمهور ودعوتهم للاكتتاب فيها. د/ سمير عبدالحميد رضوان، سوق المال، معهد الدراسات المصرفية، البنك المركزي المصري عام ١٩٩٨/٩٧. د/ منير هندي، الأوراق المالية وأسواق رأس المال، منشأة المعارف، الإسكندرية، ص١٠٠.

(2) انظر في ذلك:

ــ د/ صبري أحمد أبو زيد: دور سوق المال في تنمية الاستثمارات، مجلة مصر المعاصرة، العددان ٤١١ ــ ٤١٢ أبريل سنة ١٩٨٨م، ص ص ٩٠، ١٠٥.

ــ د/ منى القاسم: "دور البنوك في تنشيط سوق المال من خلال صناديق الاستثمار"، مذكرات معهد الدراسات المصرفية، سنة ١٩٩٤/١٩٩٣م، ص٢.

المدخرات الخاصة بتحويلها إلى استثمارات جديدة لم تكن موجودة من قبل وذلك عن طريق إصدار أوراق أو التزامات مالية لم تكن موجودة ومتداولة سابقًا[1] وقد يكون الاكتتاب خاصًا مقصورًا على المؤسسين أو عامًا عن طريق طرح بعض أو كل الأسهم على الجمهور ودعوته للاكتتاب فيها[2].

فالأسواق المالية هي الأسواق التي يتم فيها بيع الإصدارات "الجديدة" من الأوراق المالية. ففي هذه السوق تقوم الشركات والوحدات الحكومية بإصدار أوراقها المالية بغرض الحصول على التمويل اللازم لعملياتها الاستثمارية، هذه الأوراق قد يتم شراؤها مباشرة سواء من قبل المنشآت المالية أو المستثمرين الآخرين الذين تتوافر لديهم أموال للاستثمار، ومع ذلك فإن غالبية هذه الإصدارات طويلة الأجل يتم شراؤها بواسطة "مصرفي الاستثمار" أو "أمناء الاكتتاب" في الأوراق المالية. وبعد أن يقوم أمناء الاكتتاب بشراء هذه الأوراق، يمكنهم إعادة بيعها في هذه السوق، وأية أرباح يحصلون عليها تكون هي الفرق بين السعر الأولي للشراء وسعر إعادة البيع لهذه الأوراق[3].

والشركات والمؤسسات الحكومية عند دخولها البورصة لأول مرة أو عند الزيادة (التوسع) في رأس المال بالإصدار عليها أن تعيد تنظيم نفسها وتحقق تحليلاً ماليًا متعمقًا ليشمل تقسيمًا بورصيًا (خاص بالبورصة) للمشروع (المؤسسة) ويجب أن تسلم ملفًا لسلطات السوق به كل الأوراق والمستندات المطلوبة. وعليها إتباع تعليمات وتوجيهات سلطات السوق.

---

(1) انظر في ذلك: محمد صلاح الدين عبد العزيز، أسواق الأوراق المالية، مذكرات معهد الدراسات المصرفية ـ البنك المركزي المصري عام ٧٩/١٩٨٠م.

(2) د/ سمير عبد الحميد رضوان: مرجع سابق، ص٢٨٦.

(3) انظر في ذلك: د/ نادية أبو فاخرة ، ود/ شامل الحموي ، ود/ أحمد الزهري ، ود/ محمود صبيح ، مرجع سابق ، ص١٤ ، ١٥.

ويجب أن تؤمن اتصالاً ماليًا قبل وبعد هذا الدخول ويجب أن تبحث عن مستثمرين وهي تؤمن عند الاقتضاء التوظيف المسبوق للأسهم (شراء الأسهم) وتداخل هذه العمليات وأوامر السرعة تقود بوجه عام القائمين عليها إلى إسناد هذه المهام إلى شركة مشورة برعاية مؤسسة الاستثمار أو البنك المختص بدخول البورصة[١].

وأفضل من يقدم هذه الخدمات الاستشارية للشركات والهيئات المصدرة لها هم "مصرفيو الاستثمار" أو "أمناء الاكتتاب" مع إمكان اللجوء لبيوت الاستشارات العادية أو للاستشاريين الأفراد[٢].

ومصرفيو الاستثمار في الأصل عبارة عن مؤسسة مالية مسئولة عن إيجاد مشترين للأوراق المالية الجديدة التي تطرح في السوق المالي للتداول فهو، من ناحية ليس مستثمرًا، فهو لا يستثمر أمواله في هذه الأوراق ومن ناحية أخرى ليس بنكًا بالمعنى المعروف، فهو لا يقوم بأعمال البنوك المعتادة من تلقي الودائع ومنح القروض... الخ[٣].

ومصرفو الاستثمار يقومون بوظيفتين رئيسيتين هما: "وظيفة إرشادية استشارية advisory" حيث يقوم بدراسة احتياجات الشركة التمويلية ومدى ما يناسبها من صور التمويل المختلفة، والأحوال السائدة في السوق المالي، ثم يوصي بمصدر أو مصادر التمويل الملائمة لظروف الشركة (وهي أهم

---

(1) Charles Goyet. Nicolas Rontechensky Michel Storck: "Droit des Marches Financies", ***Op. Cit.***, p. 944.

(2) والبنوك وهي تقوم بدورها ـ كأمناء استثمار ـ تبذل جل اهتمامها وتتحرى الدقة والأمانة في عملها، وتحرص كل الحرص على الأداء الجيد والسلوك المرضي للعملاء.

(3) د/ نادية أبو فاخرة ، ود/ شامل الحموي ، ود/ أحمد الزهري ، ود/ محمود صبيح، مرجع سابق، ص٤١.

خدمة يقدمها) ووظيفة إدارية "routine work"[(١)] ومن المعروف أن الإصدارات الجديدة من الأوراق المالية تحتاج إلى كم كبير من الأعمال المكتبية والإجراءات الروتينية، ويحقق مصرفو الاستثمار إيراداته من الأتعاب التي يحصل عليها مقابل الخدمات الاستشارية التي يقدمها للشركة الراعية في إصدار أوراق مالية جديدة.

---

(1) والاكتتاب قد يكون عامًا وقد يكون غير عام.
والاكتتاب العام هو طرح أسهم لدعوة أشخاص غير محدودين سلفًا ـ سواء من حيث ذواتهم أو عددهم وأيًا كان عدد هذه الأسهم. على أن تكون هذه الدعوة بالطريقة المحددة قانونًا كما الشأن في قانون الشركات ١٥٩/١٩٨١م حيث يشترط أن يتم الاكتتاب العام بنشرة تسمى نشرة الاكتتاب وأن يكون موضحًا بها البيانات المحددة قانونًا. وتوجه الدعوة للجمهور عن طريق البنوك المرخص لها بذلك دون تحديد الأشخاص المكتتبين سلفًا. وقد عرفت المادة ٤٠ من اللائحة التنفيذية لقانون سوق الأوراق المالية الاكتتاب العام بأنه: "لا تكون الأسهم مطروحة للاكتتاب العام إلا في حالة دعوة أشخاص غير محددين سلفًا" إلى الاكتتاب في تلك الأسهم ولا يشترط حدًا أدني لعدد أو قيمة الأسهم التي تم طرحها في اكتتاب عام.
أما الاكتتاب غير العام فهو الانضمام إلى عقد شركة بتقديم قيمة السهم سواء من المؤسسين أنفسهم أو غيرهم من الأشخاص الذين لا تتوافر فيهم وصف الاكتتاب العام وفقًا للمعنى السابق أو بمعنى آخر دون الالتجاء إلى الجمهور في صورة اكتتاب عام أي دون عرض الأسهم في نشرة عامة.
ويعد الاكتتاب بصفة عامة الأداة التي بمقتضاها تحقق الشركة الغرض منها كما يعد ضمانًا عامًا للدائنين وتتطلب جميع التشريعات الضمانات لحماية مجموعة المكتتبين وإلى التأكيد من جدية رأس المال.
انظر: د/ سميحة القليوبي: حول قانون تنظيم الاكتتاب العام في مشروعات توظيف الأموال أو حول مفهوم الاكتتاب العام في القانون رقم ١٩٨٦/٨٩م بتنظيم بعض حالات دعوة الجمهور إلى الاكتتاب العام. مجلة مصر المعاصرة السنة ٧٨، العددان ٤٠٧، ٤٠٨ يناير وأبريل سنة ١٩٨٧م صفحة ١٥٩، والشركات التجارية، الطبعة الثالثة سنة١٩٩٢م دار النهضة العربية، ود/ يعقوب يوسف صرخوه، الأسهم وتداولها في الشركات المساهمة في القانون الكويتي ـ رسالة دكتوراه من جامعة القاهرة سنة ١٩٨٢م، بدون ناشر.

ويلاحظ أن بعض مصدري الأوراق المالية قد يختص مصرفو استثمار معين بالدراسات والخدمات الاستشارية، ويوكل لمصرفي آخر وظيفة تسويق هذه الأوراق، فهو يفاضل بين العديد منهم على أساس الجهد المبذول[١].

وقد يعهد بعض العملاء إلى البنوك كأمناء استثمار بإدارة الأوراق المالية والمحافظ الخاصة بهم، وتقديم الاستشارات لهم بشأن شراء وبيع الأوراق المالية وقد يكون ذلك راجعًا لعدم قدرتهم على القيام بها بطريقة حسنة منتجة حيث تنقصهم الخبرة، فيقوم مصرفو الاستثمار بتقديم الاستشارات لهم بشأن إدارة أوراقهم المالية بما يتلاءم مع ظروف وأحوال كل عميل على حدة[٢].

---

(1) انظر: د/ نادية أبو فاخرة ، ود/ شامل الحموي ، ود/ أحمد الزهري ، ود/ محمود صبيح، مرجع سابق، ص٤١.

(2) يتم تقديم هذه الخدمات الاستشارية بناء على اتفاق بين البنك باعتباره أمينًا للاستثمار وبين العميل المستثمر وفي العادة يتضمن هذا الاتفاق ثلاثة نقاط أساسية:

الأولى: تقييم متطلبات العميل المستشير ونوع الأوراق المالية التي يرغب التعامل فيها.

الثانية: أن حيازة الأموال والأوراق المالية المستثمرة لا تنتقل إلى البنك كأمين استثمار وإنما تظل ملكا للعميل وهذا ما يفرق هذه الخدمة عن العمليات الاستثمارية نفسها حيث تكون الأموال والأوراق المالية في حيازة أمين الاستثمار، وهذا ما عبر عنه أحد الفقهاء الأمريكان بقوله:

"It should be noted that the securities and other investments are not turned over to the counselor. The investor retains possession and Title This The Mater Difference Between Oil Consoling and the Trust Business which involves transfer of title to the trustee "C. Rounald Sprecher. Essentials of investments "Houghton Mifflin company Boston 1978.

ومن ثم يكون للعميل المستثمر الحرية في قبول أو التغاضي عن نصيحة البنك كأمين استثمار، وهذا ما يؤكده خبراء اتحاد المصارف الأمريكية وعمليات الترست، بقولهم:

The trust department act as investment advisor to the principal, who may or not implement advice"

== (ما بعده)

ثانيًا: عقد تقديم الاستشارات بشأن تداول الأوراق المالية في السوق الثانوي:

سوق التداول ويسمى السوق الثانوي (Secondary Market) وهو عبارة عن اجتماع يعقد بصفة دورية في مكان يسمى "البورصة" ويتم فيه تداول الأوراق المالية بكافة صورها بعد تسجيل الشركات المصدرة لها في البورصة وعمل التسجيل هذا له شروط معينة حددتها الحكومات محافظة على أموال ومدخرات المواطنين.

ولا يجوز التعامل على الأوراق المالية خارج هذا المكان. ولهذه السوق وظائف اقتصادية هامة، مثل منح السيولة الكبيرة للأوراق المالية من خلال الاستمرار في التعامل، سواء أكان ذلك الاستمرار على مستوى السوق نفسه أو على مستوى الورقة المالية[1]، واستمرارية السوق في التعامل إنما

==/ (ما قبله) **الثالثة:** ضرورة خضوع حساب العميل المستثمر لرقابة البنك بصفة مستشار للاستثمار وذلك حتى يمكنه متابعة أدائه للمحفظة واتخاذ التوصيات الفورية لأي تغير يطرأ في السوق. وفي هذا المعنى انظر: د/ سعيد محمد حسانين سيف النصر، مرجع سابق، ص٢٠١ وما بعدها، وموقع http://www.Nexis.com .

(1) يعرف قانون Investment advisory ACT مستشاري الاستثمار الصادر سنة ١٩٤٠م بالولايات المتحدة الأمريكية الأوراق المالية بأنه:

Security means any note, stock, treasury stock, security future, bond, debenture, evidence of indebtedness certificate of interest or participation in any profits sharing, agreement, collateral-trust certificate, Pre Organization certificate or subscription, transferable.

Share, Investment Contract, Voting Trute Certificate of deposit for a security, fractional undivided interest in oil, gas or other mineral rights, any put call, straddle, option or privilege on any security including a certificate of deposit or on any group or index of securities (including any interest therein or based on the value There of or any but, call, straddle, option or privilege entered entered into on a notional securities exchange relating to foreign currency or in general, any interest or instrument commonly known as a "security" or any certificate of interest or participation in temporary or interim certificate for, receipt for guaranty of or warrant or right to subscribe to or purchase any of the foregoing. ==(ما بعده)

تتحقق من انعقادها دوريًا بصفة منتظمة، أما بالنسبة للورقة المالية، فالأمر يتطلب ضرورة توفر عدد كبير من حامليها في الشركة الواحدة، إلى جانب كبر حجم الشركات ذاتها. ومن هنا حاولت البورصات وضع شروط معينة لتسجيل الأوراق المالية فيها، مثل بورصة نيويورك التي اشترطت أن يكون عدد من يملكون أسهم من أسهم الشركة التي تطلب تسجيل أوراقها ألا يقل عن ٢٠٠٠ مساهم، وأن يكون عدد الأسهم المتداولة بين الجمهور لا يقل عن مليون سهم.

وبالنسبة لشروط التسجيل في بورصة الأوراق المالية في مصر فهي أن يكون للشركة رأس مال مصدر ويجوز أن يحدد النظام الأساسي للشركة رأس مال مرخص به مادة (١) من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال رقم (٩٥) لسنة ١٩٩٢م، وأن تكون الأسهم صكوك من فئة السهم الواحد أو الخمسة أسهم ومضاعفاتها وأن تكون الأسهم قد طرحت في اكتتاب عام. وإن لم تكن الشركة قد نشرت حسابات مرضية عنه بالكامل وألا يقل المدفوع في حالة تقسيط قيمة السهم عن ربع تلك القيمة[١].

== (ما قبله) فالسند بناء على ما سبق يعني كل ما يتعلق بالأوراق المالية السهم، أسهم الخزينة، السندات المستقبلية، سندات الدين، دليل الدين، الشهادة المختصة بالفائدة أو المشاركة، اتفاقية تتعلق بتقسيم الربح، شهادة ضمان إضافية، توقيت السند، السهم القابل للتداول، العقد الاستشاري، الشهادة عن عملية التصويت، شهادة إيداع السند والفائدة التي لا تتجزأ في النزول، الغاز أو المعادن الأخرى أي تفويض، قسط اختيار، أو أي امتياز على أي سند. انظر:

Investment advisers act, sec, 8ob 2 definitions.
http://www.frwebgate 4.access.gpo.gpv/cgi=bin/woisgate.cgi?
from the U. S. code online via Gpo access.

(1) انظر: مادة (١)، ومادة (٢)، ومادة (٣) من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال المصري رقم (١٣٥) لسنة ١٩٩٣م.

وفي سوق التداول يفرق المشرع في الولايات المتحدة بين نوعين من عقود تقديم المشورة بشأن تداول الأوراق المالية. **النوع الأول:** ويسمى عقد الخدمات الاستشارية غير شخصية أي الذي يقدم بصورة غير مباشرة. والخدمات غير شخصية[١]. عرفها المشرع بأنه: "خدمات استشارية قدمت فقط بواسطة مواد مكتوبة أو بيانات شفهية والذي لا يفيدان لتلبية الأهداف أو حاجات عميل معينة أو احتواء معلومات إحصائية لا تفاسير آراء بالنسبة إلى استحقاقات استثمار السندات المالية المعينة، كما يعرف المشرع الأمريكي "عقد الخدمات الغير شخصية" بأنه: يعني أي عقد يتعلق فقط بواسطة مواد مكتوبة أو بيانات شفهية واللذان لا يفيدان لتلبية حاجات معينة للعميل أو هي تحتوي على معلومات (إحصائية مثلاً)، ولا تعد آراء وتفاسير واستشارات بالنسبة للاستثمار في الأوراق المالية، كما يعرفه المشرع الأمريكي بأنه تقديم خدمات للعملاء عن طريق نشرات ومقالات وتحليلات مكتوبة أو بصورة شفهية للعملاء عاماً، والمتداولين في السوق واللذان لا يفيدان لتلبية الأهداف أو حاجات الأفراد والعملاء، أو الحسابات الصادرة بشأنها، وهي عبارة عن معلومات إحصائية عن الأوراق المالية لا تغير رأي المتداولين بالنسبة للشراء أو البيع أو هي عمل يحتوي على كل ما سبق.

---

(1) Contract for Impersonal Advisory Services Means any Contract Relating Sally to the Provision of Investment Advisory Services (i) by means of Written Material or Oral Statements which do not purport to meet the Objectives or Needs of specific Individuals, or Accounts (ii) Through the Issuance of Statistical Information Containing no Expression of Opinion as to the Investment Merits of Particular Security; or (iii) any combination of the Foregoing Services. See. Section 204 – Annual and Other Report. http://www/Market.counsel.Com/Pubic.Ref.204.htm.

والنوع الثاني: وهو عقد الخدمات الاستشارية الشخصية المتعلقة بتداول الأوراق المالية والاستثمار فيها والذي يقدم بصورة مباشرة للعميل بما يكفل إشباع رغباته الاستثمارية في الأوراق المالية بصورة مباشرة وبما يحقق له أهدافه الخاصة التي يطمح إليها وبصورة مشروعة وهو يقدم له استشارة عبارة عن استحسان استثمار في ورقة معينة أو سوق معينة بناء على دراسة خاصة للعميل يقوم بها مستشار التداول والاستثمار في الأوراق المالية.

وتكون مهمة مستشار الاستثمار والتداول في الأوراق المالية مدفوعة الأجر سواء كان العقد عقد خدمات غير شخصية أو عقد خدمات شخصية ويكون كل منهما بناء على اتفاق (عقد) حيث لا يعد مستشار تداول واستثمار في الأوراق المالية أي ناشر في أي جريدة أو مجلة أخبار أو عمل أو مجلة مختصة بالأمور المالية والاقتصادية العامة وكذلك أي سمسار أو مستخدم تتعارض خدماته الاستثمارية مع مهنته.

المبحث الثالث

أهداف عقد تقديم الاستشارات بشأن تداول الأوراق المالية

تتباين دوافع أطراف عقد تقديم الاستشارات بشأن تداول الأوراق المالية، إلا أن معظمها يدور في إطار طلب الاستشارة لتحقيق أقصى عائداً ممكناً على الأموال المستثمرة في الأوراق المالية، ويمكن اشتقاق أهداف أخرى فرعية تختلف باختلاف المستثمر طالب الاستشارة نفسه بل قد تختلف باختلاف الأوقات التي يمر بها خلال مراحل حياته[1]. والمستثمر يحدد أهدافه المرجوة من الاستشارة ومن ثم الاستثمار في الأوراق المالية في ضوء عدة اعتبارات منها:

أ ـ ما إذا كان قادرا وراغبا في تحمل المخاطر أم لا

ب ـ درجة القابلية للبيع التي يرغب في توافرها في استثماراته.

ج ـ درجة السيولة التي يرتضيها في استثماراته[2].

د ـ القدرة على التعامل في سوق الأوراق المالية سواء في حال صعودها أم هبوطها.

---

(1) د/ نادية أبو فاخرة، ود/ شامل الحموي، ود/ محمود صبيح، ود/ أحمد الزهري، مرجع سابق، ص٩٢، ٩٣.

(2) انظر: محمد محمد حسين: دور البنوك والمؤسسات المالية في تنشيط أسواق الأوراق المالية في مصر والعالم العربي، مذكرات معهد الدراسات المصرفية، البنك المركزي المصري، لعام ١٩٩٥/١٩٩٦م.

ونعرض فيما يلي للدوافع الرئيسة لإبرام عقود تقديم الاستشارات بشأن الأوراق المالية وهي:

١- التعرف على البدائل:

الاستشارات بشأن تداول الأوراق المالية تعد عملا حاسما في التعرف على البدائل واحتمالات العائد لكل بديل. لذلك فهي الأساس لعمليات المقارنة والمفاضلة بين البدائل المختلفة، ومن خلال الاستشارة يقوم المستشار بتحليل القوائم المالية، أو الحصول عليها من مصادر علمية أخرى موثوق فيها، وتحليل نتائج أعمال الشركات ومقارنة نتائج أعمال الشركات بالشركات المثيلة ويصبح بوسع المستشار الوقوف على سلامة المركز المالي للمنشأة والحكم أيضًا على نتائج أعمالها، ومن ثم تقديم الرأي بشراء أوراق مالية لهذه الشركة أم تلك. ولذا تجرم معظم القوانين والأحكام القضائية مسألة عدم المساواة في الحصول على المعلومات الخاصة بالشركات والفيصل في ذلك الحصول على معلومات لن يتسنى لغيره الحصول عليها. وأنه لم يبذل مجهوداً عقلياً أو مادياً للحصول على هذه المعلومات إنما جاءت له سهلة وميسرة. وقد أقر القضاء البريطاني ذلك في إحدى القضايا المعروضة عليه سنة ١٩٨٨م. وتتمثل الوقائع في الآتي: حيث إن الطالب قدم عرض عطاء في إحدى الشركات المطروحة للاكتتاب العام وأجرى مناقشات مع البنك (أمناء الاستثمار) الذي يقوم بتقديم الاستشارة والتسويق لهذه الشركة المطروحة للاكتتاب. وقد وافق رئيس مجلس إدارة الشركة المطروحة للاكتتاب على أن تتولى شركة أخرى إجراء ذلك الاكتتاب غير الطالب مقدم العطاء، أي تقدم بالشراء. وقد قام البنك المسوق بإعلام هذا الطالب بهذه المعلومة المتعلقة بالاكتتاب العام المقترح لهذه الشركة من جانب البنك بل وأخبره أن إعلان بذلك سوف يتم طرحة للعامة بعد فترة وجيزة وأنه

المفروض حتى ذلك الحين لابد أن تبقى كافة المعلومات سرية وخفية حتـى يتم نشر الإعلان. وبناء على هذه المعلومات السرية قام الطالـب باسـتغلال ذلك واشترى حوالي ٦ آلاف سهم من أسهم الشركة وقد حقق أرباحاً أساسية بعد ذلك. ومن ثم قدم للمحاكمة، وقد تم إدانته بتهمتين: الأولـى: أنـه قـام بالتعامل في أسهم الشركة وهو شخص محظور عليه ذلك وهو مـا يخـالف الجزء (٣) و (٤) من قانون سندات الشركات والتعامل الداخلي فيها الصادر سنة ١٩٨٥م. إلا أن القاضي اقترح الإفراج عنه من قبل هيئة المحلفين حيث لا يوجد دليل أكيد على حصوله على المعلومات الخاصة بهذا الاكتتاب قبـل الإعلان عنه. لكن النائب العام أرسل القضية لمحكمة الاستئناف مـن أجـل الحصول على معنى (تفسير) لما جاء في الجـزء (٣) مـن قـانون سـنة ١٩٨٥م[1]. وقد أقرت محكمة الاستئناف أن الشخص الذي قد يحصل علـى معلومات من أجل القيام بما جاء في الجـزء (٣) و(٤) و(أ) مـن قـانون ١٩٨٥م ولم يتسنى له القيام بعمل إيجابي في هذا الشأن من جانبه يعتبر مداناً لهذا الأمر وقد أقرت المحكمة بضرورة تحويل طلب هذا الشخص إلى مجلس اللوردات وأكدت محكمة الاستئناف على الحكم وقالت بشأن مخالفته التـآمر

---

(1) Held: For this purposes of the offence of insider dealing contrary to (3) and (4) (a) of the 1985 Act a person obtained confidential information about a company if the acquired or got it without any effort on his part. Accordingly the recipient of confidential information about a company who used it to deal in the company's shares committed an offence under (3) and (4) of the 1985 Act even if the information was volunteered to him per lord Keith, lord sliver and lord lowry for a person to be quality of "knowingly obtaining confidential information about a company for the purposes of (3) (a) and (1) (a) of the 1985 Act he has to know from whom he obtained it dicision of the court of appeal (1989) Aller affirmed. See. All England law Reports.

الداخلي والحصول على معلومات سرية عن إحدى الشركات بما يخالف الجزء (٣) و (٤) من قانون سنة ١٩٨٥م وأن هذا الشخص يكون مسئولا إذا حصل على هذه المعلومات بدون بذل مجهود من جانبه وكذلك إذا كان الشخص حصل على هذه المعلومات السرية بغرض التعامل في أسهم الشركة فإن الشخص يكون ارتكب مخالفة ولو حصل على هذه المعلومات بدون تعمد منه[1].

٢ـ تحديد أسعار الأوراق المالية (النسب السوقية Market patios):

أسعار الأوراق المالية في السوق ذات أهمية بالغة بالنسبة للمستثمر وهي المحدد الرئيسي للشراء أو البيع، والذي يرى في ارتفاعها تعظيمًا لثروته وفي تراجعها إخفاقا في استثماراته، وتعد من الدوافع الرئيسية التي تجبر المستثمر للجوء إلى مستشار خبير ليحدد له الأسعار الحقيقية للأوراق المالية حتى لا ينخدع بعمليات المضاربة السائدة في السوق على الأسعار فيشتري الأوراق بأعلى من سعرها أو يبيع بأقل من السعر الحقيقي. وتحديد السعر من قبل المستشار يكون بناء على دراسة وافية وتحليل دقيق للمنشأة مصدرة الأوراق المالية ودراسة للظروف الاقتصادية والسياسية الخاصة بالبلد

- كذلك المنشأة مصدرة الأوراق المالية ليست أقل اهتماما بالاستشارة الخاصة بتحديد سعر الأوراق المالية، حيث تضمن بذلك رافدا هاما للأموال إذا ما دعتها الحاجة إلى طلبها سواء من جانب المساهمين الجدد أو الدائنين بقروض السندات التي يمكن للمنشأة إصدارها، ومن أهم هذه الأسعار النسب السوقية التي يوضحها المستشار في استشارته عند

---

(1) Attornery general's reference (No 1 of 1988) See: the all England low reports 1986. V. 2.

الإيصاء بالبيع والشراء والتي يبني عليها قراره ويهتم بمعرفتها المستثمر الرشيد[١].

- ربحية السهم "Earning persharps" وتمثل هذه النسبة صافي الأرباح التي تحققها المنشأة إلى عدد الأسهم القائم بمعنى نصيب السهم من الأرباح المحققة والتي هي في حقيقتها ملكا للمساهم سواء قامت الشركة بتوزيعها سخية أم مقترة على المساهمين بزعم تدعيم المركز المالي للمنشأة وتحسب بقسمة صافي الربح على عدد الأسهم.

- نسبة سعر السهم في السوق إلى الأرباح الحقيقية "Price earning P/E" يرى بعض الكتاب الغربيون أن هذه النسبة من أكثر النسب شيوعا واستخداما من جانب المستثمرين، وهي تظهر مدى إمكان تغطية أموالهم المستثمرة من خلال الأرباح المحققة أو بالمعنى الحرفي سعر السهم منسوبا إلى ربحية السهم.

٣- الاستثمار في أسواق جديدة:

تسمح عقود الاستشارات بشأن تداول الأوراق المالية لأطرافها باقتحام أسواق كانوا غير قادرين على دخولها لعدة أسباب مثل عدم معرفة الأسواق المالية لها ودرجة الخطورة من الاستثمار في هذا البلد سواء من الناحية الاقتصادية أو السياسية، وظروف الصناعات السائدة في هذه الأسواق، وعلى ذلك الاستشارات الجيدة بشأن هذه الأسواق تسمح للعديد من المستثمرين والكيانات الاقتصادية أيضًا بدخول هذه الأسواق بأقل قدر من الخطورة. نظرا للمعرفة الجيدة بالأوراق المالية السائدة فيها. ومعرفة أسعارها الحقيقية والتنبؤ الجيد بمستقبلها.

---

(1) بحث بعنوان: "دور البنوك والمؤسسات المالية في تنشيط أسواق الأوراق المالية في مصر والعالم العربي، إعداد: محمد محمد حسين، مذكرات معهد الدراسات المصرفية، عام ١٩٩٥/١٩٩٦م، ص٩.

٤ــ تخفيض تكلفة إصدار الأوراق المالية وتداولها:

وقد تبرم عقود الاستشارات بشأن تداول الأوراق المالية لتخفيض تكلفة إصدار الأوراق المالية وتداولها عن طريق الاستفادة من خبرة المستشار في الأوراق المالية. في تحديد نوعية الأوراق المالية التي يتم إصدارها وأنسب وقت لإصدارها وتداولها. وتحديد سعر الورقة المالية والأسواق التي يتم طرحها فيها وعدد هذه الأوراق، وطريقة تداولها عن طريق الاكتتاب، ونوعية الاكتتاب فيها والهيئات أو البنوك المناسبة للقيام بعملية الاكتتاب.

ويتم ذلك بناء على دراسة وتحليل مستفيض للسوق والشركات المصدرة والهيئات المصدرة والوضع الاقتصادي للبلد والظروف السياسية السائدة في البلد.

٥ــ المضاربة:

تساعد عقود تقديم الاستشارات بشأن تداول الأوراق المالية على استخدام التنبؤات (التوقعات) بشأن تقلبات أسعار الأوراق المالية والاستفادة منها في إدارة الأوراق المالية، وكما تمكن هذه العقود من التحوط من مخاطر تقلبات الأسعار تسمح أيضا بالاستفادة من هذه التقلبات عن طريق المضاربة وذلك بتقديم الاستشارة عن هذه التقلبات وكيفية الاستفادة منها عن طريق المضاربة. وذلك بتقديم الاستشارة الجيدة القائمة على أسس مصرفية للسوق والأوراق المالية والأوضاع العامة الاقتصادية والسياسية للبلد بل والمناخية لمنطقة ما.

٦ـ تقييم إدارة الشركات والهيئات:

قد تهتم الشركات والهيئات المصدرة للأوراق المالية بجميع أوجه الاستشارات المقدمة للمساهمين والممولين سواء كانوا دائنين أو مساهمين وذلك لتقييم أداء الشركة كما تستخدم الاستشارة باعتبارها أداة للرقابة على مستوى إدارة المنشأة إجمالا وإدارتها وأقسامها تفصيلا وسوف تولي الشركة فائق عنايتها للوقوف على العائد على الاستثمار في مختلف أصول المنشاة والكفاءة أيضا في إدارة هذه الأموال(١).

كما يمكن إضافة أهداف أخرى لعقد تقديم الاستشارات بشأن تداول الأوراق المالية. أكثر تخصصية ودقة وقد يرغب فيها العميل طالب الاستشارة عن الاستثمار في الأوراق المالية مثل تحقيق أقصى دخل جاري "Maximum current income" وتحقيق عائد جاري متوسط نسبيا مع زيادة معقولة في قيمة رأس المال المستثمر أو تحقيق مكاسب رأسمالية في الأجل الطويل "Aggressive Capital Growth" أو حماية مصادر الدخل الأخرى من الضرائب "Tax Sheltered Investments" ويلاحظ أن الأهداف السابقة غير متعارضة بل يمكن لمستثمر أن يمارس نشاطه الاستثماري في ظل مزيج مناسب منها. كما يلاحظ من استقراء الواقع لعملي لعقود الاستشارات بشأن تداول الأوراق المالية أنه من النادر في هذه العقود أن يهتم الأطراف بالتحديد الدقيق لمضمون أهدافهم من طلب الاستشارة وإنما يسعون إلى تحقيق نتائج معينة دون الاهتمام بالتحديد الدقيق لهذه الأهداف الضرورية التي تؤدي لهذه النتائج فالعميل لا يهتم إلا بالنتائج فقط.

---

(1) انظر في هذا المعنى: د/ سمير عبد لحميد رضوان: التحليل المالي لشركات الأموال كضرورة للقيام وتطوير أسواق رأس المال عرض تحليلي، نموذج تطبيقي، مذكرات معهد الدراسات المصرفية، البنك المركزي المصري لعام ١٩٩٣/١٩٩٤م.

المبحث الرابع

مخاطر التعامل في الأوراق المالية

يمكن تعريف المخاطرة عمومًا بأنها: "احتمالات النجاح"[1]. وتتعرض كافة الأوراق المالية للمخاطر ولكن بدرجات متفاوتة ويتوقف ذلك على طبيعة ونوع الورقة وطبيعة المصدر والظروف الاقتصادية السائدة[2].

ويمكن إجمال المخاطر التي تتعرض لها الأوراق المالية في:

١ـ مخاطر الاسترداد (Call Risk)

وباختصار يمكن القول أنه عندما يشتري المستثمر ورقة مالية (سهم ـ سند) فإنه يحدد لنفسه فترة زمنية يحتفظ فيها بهذه الورقة سواء كان مستثمراً عادياً أو حتى مضارباً فإذا قام مصدرها (الشركة أو الهيئة) باستدعاء السند[3] أو إعادة شراء الأسهم من المستثمر عند وقت يقل عن

---

(1) في هذا المعنى، انظر: د/ نادية أبو فاخرة، ود/ شامل الحموي، ود/ محمود صبيح، ود/ أحمد الزهري، مرجع سابق، ص٧١.

(2) انظر في ذلك: الأستاذ/ جلال الشربيني صفا: نائب مدير إدارة العمليات والأوراق المالية، البنك الأهلي المصري، صناديق الاستثمار، سماتها، موادها، وأسلوب إدارة الأموال بها، مذكرات معهد الدراسات المصرفية، البنك المركزي المصري لعام ١٩٩٥/١٩٩٦م.

(3) ويقصد به أن يكون للشركة مصدرة السند الحق في إلغاء السندات واستردادها من المستثمرين قبل تاريخ الاستحقاق. فقد تقوم إحدى الشركات بإصدار سندات سعر فائدة معين ولكن مع تغيرات السوق فإن سعر الفائدة في السوق ينخفض يظل سعر فائدة السند مرتفعاً وهذا بدوره يؤدي إلى تحمل الشركة لفائدة مرتفعة. وبالتالي فإنه من مصلحة الشركة أن تقوم بالاقتراض بأسعار فائدة منخفض والتي تكون سائدة في السوق. ولذلك تقرر الشركات رد قيمة السندات لأصحابها شريطة انقضاء فترة زمنية معينة. وهذه الشروط يجب أن تكون مذكورة في نص التعاقد على السند وبالتالي فإن المستثمر عند قيامه بشراء السندات يجب أن يأخذ في ==(ما بعده)

الوقت الذي حدده المستثمر للتصرف في هذه الورقة، فإن العوائد التي يحققها المستثمر قد تكون أقل من تلك التي توقعها والاسترداد قد يتم أيضا بالنسبة للأسهم الممتازة إلا أن المشاهد أن غالبيته يتم بالنسبة للسندات.

٢ـ مخاطر التحويل (Connectible Risk)

إذا تم تحويل سندات أو أسهم ممتازة إلى عدد محدود من الأسهم العادية في الشركة صاحبة هذا الإصدار الأصلي "السند أو السهم الممتاز". فإن معدل العائد على الاستثمار قد يتغير لأن قيمة السهم العادية المحدودة قد تزيد أو تقل. فالورقة المالية القابلة للتحويل، عادة ما يكون معدل الكوبون لها "السند" أو بنسبة الربح المحدد لها مقدما "السهم الممتاز" منخفضاً

==(ما قبله) الاعتبار هذه المخاطر بالإضافة إلى مخاطر أخرى إن وجدت. وهذا الاسترداد عادة يتم بعدما تنخفض معدلات الفائدة في السوق ومن ثم تقوم الشركة أو الهيئة بإحلال إصدار جديد من السندات بسعر فائدة منخفضة. وبعد الاستدعاء يقوم المستثمر بإعادة استثمار المبلغ الذي حصل عليه من الشركة بمعدل فائدة منخفض وهذا يجعل هناك فرقا في العائد المتوقع بين السند وبين ما يحصل عليه فعلا.

فإذا كان السند قابلاً للاسترداد (call ability) فإن السعر الذي تدفعه الشركة لدائن هنا يجب أن يكون أكبر من القيمة الاسمية للسند بمقدار يعادل فوائد فترة زمنية تتراوح ما بين ستة أشهر إلى سنة كاملة ويسمى بدل استرداد (call premium) وهذا يمثل تعويضا للمستثمر مقابل استرداده أمواله مبكرا عن تاريخ الاستحقاق. انظر:

ـ د/ شامل الحموي، ود/ نادية أبو فاخرة، ود/ محمود صبيح، ود/ محمد الزهري، مرجع سابق، ص٣٠ وما بعدها.

ـ راجع اللائحة التنفيذية رقم ١٣٥ لسنة ١٩٩٣، مادة ٣٤ إلى ٣٨ للقانون ٩٥ سنة ١٩٩٢م الخاص بسوق المال المصري.

ـ راجع شروط إصدار السندات م٤٩، ٥٠ من قانون الشركات المصري رقم ١٥٩ لسنة ١٩٨١م.

ـ د/ أميرة صدقي: النظام القانوني لشراء الأسهم من جانب الشركة المصدرة لها، دار النهضة العربية، طبع ١٩٩٣م، ص٩١١.

فالمستثمرون هنا يقبلون هذه النسبة المنخفضة من الشركة على أمل المشاركة في أي زيادة تحدث في سعر السهم العادي لها[1].

٣ـ مخاطر عدم السداد (Default Risk)

ويقصد بها احتمالات أن تتعرض الشركة صاحبة الإصدارات للأوراق المالية للإفلاس. فبالنسبة للسندات، قد تحقق الشركة خسائر وبالتالي لا تستطيع سداد الفوائد وأصل القرض، وبالنسبة للأسهم العادية، فقد تصل القيمة السوقية لهذه الأسهم إلى الصفر، ولذلك يتجه المستثمرون نحو تكوين محافظ استثمارية متنوعة من أجل تخفيض هذه المخاطرة. وتتعرض لمخاطر عدم سداد الأوراق ذات العائد الثابت فقط[2].

٤ـ مخاطر سعر العائد (Interest Rate Risk)

وهي المتغيرات التي تحدث في العوائد نتيجة تحركات أسعار العائد وعندما ترتفع معدلات العائد فإن قيمة الأوراق المالية الحالية تنخفض والعكس صحيح، فكلما انخفضت هذه المعدلات، كلما زادت قيمة هذه الأوراق علاوة على ذلك فالأوراق المالية التي يكون استحقاقها لفترات أطول تتأثر أكثر من الأوراق المالية التي يكون استحقاقها لفترات زمنية أقصر[3].

---

(1) انظر: د/ شامل الحموي، ود/ نادية أبو فاخرة مكاوي، ود/ محمود صبيح، ود/ أحمد الزهري، مرجع سابق، ص٧٣.
ـ وانظر أيضًا: د/ نادية أبو فاخرة مكاوي: اتجاه معاصر في إدارة المنشآت والأسواق المالية، طبعة أولى، مكتبة النهضة العربية، ١٩٩٠م.

(2) انظر: الأستاذ/ جلال الشربيني صفا، مذكرات معهد الدراسات المصرفية، ص٤، ٥، مرجع سابق.

(3) ولبيان سبب هذه العلاقة العكسية يمكن توضيحها بالآتي: أنه عند حساب سعر السند في السوق أي في سنة من السنوات يمكن أن تعتمد على حساب المكاسب (التدفقات النقدية) التي يدرها السند. وعلى افتراض أنه مر من عمر السند ثلاث سنوات فإن الفترة المتبقية هي سبعة سنوات. فإن قيمة السند أو سعر السند يعادل الفائدة التي يدرها السند لمدة سبعة سنوات زائد قيمة السند بعد ٧ سنوات. == (ما بعده)

٥ـ مخاطر الإدارة (Management Risk)

وتنشأ هذه المخاطرة من الأخطاء التي تتسبب فيها إدارة الشركة نفسها وهي تمارس وظيفتها في اتخاذ القرارات الاستثمارية و التمويلية. فعند اتخاذ قرارات الاستثمار تواجه الشركة "مخاطر الأعمال Business risk" وهي درجة التقلب في صافي الدخل الذي تحققه الشركة نتيجة لمختلف عملياتها التشغيلية، أما "المخاطر المالية Financial risk" فتشير إلى التقلب في العوائد الناتجة من قرارات الرافعة المالية[١].

== (ما قبله) مع ملاحظة أنه اعتبرنا أن معدل الفائدة للسند وأن معدل فائدة السوق لن تختلف وبالطبع إذا حدث اختلاف بين فائدة السند وفائدة السوق فإن السعر المستخدم في إيجاد القيمة الحالية للسند هو سعر فائدة السوق لأنه الأعم والأشمل من سعر فائدة السند. وبالطبع إذا حدث اختلاف بين سعر فائدة السند وسعر فائدة السوق. أي انخفض سعر الفائدة. فأن ذلك يحدث اختلافاً بين القيمة الاسمية للسند والقيمة السوقية بناء على هذا الاختلاف وبالطبع يختلف مقدار العائد أو الفائدة الخاصة بالسند ويتأثر المستثمر وهو يعد أكثر المخاطر التي تواجه السندات بصفة عامة (وتسمى مخاطر قيمة رأس المال للسند). أما عند حدوث ارتفاع في سعر فائدة السوق فهذا يؤدي إلى إحجام المستثمرين عن شراء هذا السند في السوق ويسمى هذا (المخاطر الإيرادية). ويتعرض حامل السهم للمخاطر الإيرادية عند زيادة سعر الفائدة وخصوصًا عند الاستثمار الطويل في الأسهم.

(1) الرافعة المالية وهي عمليات الاقتراض أو بمعنى أدق نسب الاعتماد على السعر ورأس المال في التمويل. وهي تؤثر على درجة المخاطرة الخاصة بالملاك وبالتالي العلاقة بين سعر السوق والأداء، وبالتالي في ظل ثبات جميع العوامل فإن المنشأة ذات الرافعة المالية المرتفعة تكون مضاعف السعر الإيرادات الخاصة بها منخفضة وذلك نتيجة المخاطر الخاصة بحقوق الملكية. فطريقة التمويل التي تتحملها الشركة يؤثر على قيمة أسهم الشركة وهي الرافعة المالية وتختلف الرافعة المالية من شركة إلى أخرى مما يؤدي إلى اختلاف تقييم الأسهم. والسؤال الذي يطرح نفسه هنا هل هناك اختلاف بين قيمة الشركة وبين حقوق الملكية؟ ==(ما بعده)

٦ـ مخاطر التسويق (Marketability Risk)

وهي المتغيرات في العوائد الاستثمارية الناتجة من عمولات واتفاقات تحديد أسعار بيع أصل مالي غير سائل (Liquid asset) وتكون قابلية الورقة المالية للتسويق من عنصرين حجم ما يمكن بيعه أو شرائه من الورقة خلال الفترة القصيرة من الزمن، وبدون إحداث تأثير عكسي على السعر اللازم أو الضروري، لاستكمال بيع عدد محدود من هذه الأوراق.

وأحد المقاييس الجيدة لقياس مدى قابلية الورقة للتسويق، وهو الفرق بين ثمن عرض البيع (Bide price)، وطلب ثمن الشراء (Ask price) وعادة ما يكون ثمن عرض البيع أقل من ثمن طلب الشراء، والفرق بينهما يمثل "تكلفة بيع هذا الأصل بسرعة" أو الهامش الذي يطلبه صانع السوق[١].

==(ماقبله) انظر:

ـ د/ نادية أبو فاخرة، ود/ شامل الحموي، ود/ محمود صبيح، ود/ احمد الزهري، مرجع سابق، ص ٣٠ وما بعدها.

ـ د/ منير إبراهيم هندي: الأوراق المالية وأسواق رأس المال، منشأة المعارف بالإسكندرية، مرجع سابق، إدارة الأسواق والمنشآت المالية، منشأة المعارف بالإسكندرية ١٩٩٤م.

(1) صانعي السوق وهم يتوسطون بين المستخدم الأخير في النظام المالي ولكن على خلاف إعمال الوساطة العمومية التي يقوم بها السماسرة. فهم يقومون بأعمال الوساطة بشخصهم وليس نيابة عن الغير. وبذلك يلجئون إلى بيع وشراء الأوراق المالية لحسابهم الخاص.

ـ انظر: د/ عمر سالمان: دعم وتطوير سوق المال في مصر، معهد الدراسات المصرفية، البنك المركزي المصري، عام ١٩٩١/١٩٩٢م.

٧ـ المخاطر السياسية (Political Risk)

يؤثر المناخ السياسي السائد في البلد على مدى الثقة التي يوليها قطاع الأعمال والجمهور عموما للسوق المالي والتعاملات فيه، فالاستقرار السياسي وغياب العمليات الإرهابية والأمان. ووجود الديموقراطية الحقيقية وتبادل السلطة السليم الآمن. واحترام حقوق الإنسان، يزيد من الثقة في التعاقدات المالية التي تتم والعكس صحيح حيث يتغير العائد في هذه الأحوال فلا يوجد شيء مضمون.

كما أن المخاطر السياسية المحلية والتي تأخذ شكل تشريعات الضرائب والسياسات المالية النقدية للحكومة تؤثر تأثيرا مباشرا على عوائد الأوراق المالية في السوق[1]. علاوة على أن عدم نضوج التشريعات في المجالات المصرفية لأي سبب كان، يعوق سرعة تداول الأوراق المالية الجديدة على نطاق واسع ويمثل خطراً من أخطار الأوراق المالية[2].

---

(1) انظر: د/ نادية أبو فاخرة، ود/ شامل الحموي، د/ محمود صبيح، ود/ أحمد الزهري، مرجع سابق، ص٧٢ وما بعدها.

(2) د/ محمود عبد العزيز: الأدوات المالية الجديدة في أسواق المال العربية، ندوة أسواق رأس المال العربية الفرص والتحديات، صندوق النقد العربي ـ أبو ظبي، الإمارات العربية المتحدة بتاريخ ١٥/١١/١٩٩٠م، ص٣.

وتعتبر التشريعات غير ناضجة عندما تعجز عن مواصلة المخالفات والممارسات غير الأخلاقية (Unethical conducts) أو غير القانونية كترويج الإشاعات الكاذبة بشأن الأوراق المالية وتداول معلومات مزيفة عنها والتلاعب المدبر للتأثير على الأسعار بطرق غير مشروعة عن طريق البيع الصوري للأوراق المالية. وهذا إن لم توجد تشريعات حديثة متطورة على مستوى هذه المخالفات فإن هذه المخالفات تعد كافية في كثير من الأحيان لزعزعة الثقة في أسواق المال وفي انحسار الاستثمار الأجنبي عن هذه الأسواق وإبطاء قوة الدفع لمعدلات النمو المتوقعة للاقتصاد القومي وكذلك الأمر في حالة عدم توحد التشريعات المصرفية والمالية والتضارب فيما بينها حول الأمر الواحد وتتأثر التشريعات في قوانين مختلفة.

==(ما بعده)

٨ـ مخاطر القوة الشرائية للنقود (Power-Purchasing Risk)

والمقصود بها هبوط القوة الشرائية للدخل الناتج من الاستثمار نتيجة لارتفاع مستوى الأسعار في الاقتصاد ككل، وتسمى هذه المخاطر ـ أحيانا ـ مخاطر التضخم فالعبرة دائما في حسابات العائد من الاستثمار بالعائد "الحقيقي" وليس العائد الرقمي (Nominal) وتتعرض الأوراق المالية ذات العائد الثابت لهذا النوع من المخاطر(١).

٩ـ المخاطر المنتظمة والمخاطر غير المنتظمة:

(Systematic and unsystematic Risk)

يقصد بالمخاطر المنتظمة. ذلك التغير الذي يحدث في عوائد الورقة المالية، نتيجة للارتفاع العام أو الهبوط العام في السوق المالي كله في حين أن المقصود بالمخاطر غير المنتظمة: فهو التغير الذي يحدث في عوائد الورقة المالية نتيجة لبعض العوامل الخاصة بها فقط(٢).

=(ما قبله) راجع في ذلك أيضًا:

ـ د/ منير هندي: سلسلة الأسواق المالية، جزء٢، الأسواق الحاضرة والمستقبلية، المعهد العربي للدراسات المالية والمصرفية، عمان، الأردن، ١٩٨٨م، ص١٥٢.

ـ د/ حسين فتحي، تعاملات المطلعين على أسرار أسهم الشركة، دار النهضة العربية، طبعة ١٩٩٦م، ص٤، مرجع سابق.

ـ في القضاء الأمريكي انظر:

J.I. Cass Co. V. Barak Supreme Court of the United States 1964, 377", U.S. 426, 245. Ct. 1555, 12, L. Ed 2d 423-The Industries, Inc. V. Northway, Inc. Sup. Court o. the U.S.A. 1976 326 U.S. 438, 965. Ct. 2126, 48L Ed. 2d 757.

http://www.Nexis.Com./research/search/submit.view.Tagged.

(1) انظر: الأستاذ/ جلال الشربيني صفا، مرجع سابق، ص٣.

(2) انظر: د/ نادية أبو فاخرة، ود/ شامل الحموي، ود/ محمود صبيح، ود/ أحمد هري، مرجع سابق، ص٧٢ وما بعدها.

إضافة إلى ما سبق هناك مخاطر أخرى غير مباشرة يتعرض لها المتعاملون في الأوراق المالية منها، أن سوق الأوراق المالية في مجموعها قد لا تتسم في أدائها بالرشد (Rationality) قياسا على الشروط العلمية الأساسية المتعارف عليها، بل ومن الثابت أن السوق غالبا ما تسلك مسلكا مغايرا للظروف الاقتصادية والأصول العلمية. وتفصيل ذلك أن المركز المالي للمنشأة قد يكون قويًا والوضع الاقتصادي للبلاد أكثر قوة والسوق مع هذا في اتجاه نزولي وعلى ذلك فإن المركز المالي للمنشأة قد يكون ضعيفا ووضع الاقتصاد القومي أكثر ضعفا والسوق مع ذلك في مجموعه قويا.

ويجيب على ذلك بعض الكتاب الغربيين بقولهم أن السوق قد يكون ضعيفا وتتجه فيه الأسعار اتجاها نزوليا لا يتفق والقواعد الأصولية (Fundamentals) كالربحية والسيولة ومتانة وسلامة المركز المالي، وقدرة الإدارة واحتمالات المستقبل ولأن أسباب الصعود والهبوط ليست مما يتعلق بالقواعد والأصول وإنما بمركز السوق من الناحية الفنية ويؤكد هذا الفريق من الكتاب أنه حتى مع ضعف العوامل الخارجية "وهي تلك المتعلقة بتحليل الاستثمار"[١]. فإن هيكل السوق كثيرًا ما يكون متماسكا بقوة غير متوقعة، حتى مع ورود أخبار سيئة، والأمر على هذا النحو يثير الدهشة لأن مؤداه انفصام العلاقة تماما بين الأصول المادية المملوكة للمشروع والتي تمثل أصل الثروة والأصول المالية التي تباع وتشترى في أسواق الأوراق المالية وتمثل حقوقا على هذه الثروة وتعتبر السوق في هذه الحالة مستقلة تماما ومنعزلة عن الواقع وهو استقلال معيب.

---

(1) انظر: د/ سمير عبد الحميد رضوان: النظريات الحاكمة لتقلبات الأسعار في بورصنت الأوراق المالية وأساليب تقويم الأسهم والسندات، معهد الدراسات المصرفية، البنك الأهلي المصري لعام ١٩٩٧/١٩٩٨م، ص١٥.

ومن المعروف أن العائد من الأوراق المالية والمخاطر المرتبطة بها، هو الأساس الذي يرتب عليها المستثمار والمستثير قرارهما بالاستثمار في الأوراق المالية[١].

ويلاحظ أن المحافظ الاستثمارية التي تحتوي على العديد من الاستثمارات المتنوعة تتيح فرصة كبيرة لتخفيض المخاطر بالقياس إلى المحافظ التي يقل فيها عدد هذه الاستثمارات.

ومن الأخطار التي يتعرض لها المتعامل في الأوراق المالية أيضًا، عدم المساواة في الحصول على البيانات عن الشركات سواء للمستثمر أو المستشار، وذلك لكي يتخذ المستثمرون وكذلك المستشارون قرارات مناسبة عند توظيف أموالهم (Legality) أو تقديم استشارات للمستثمرين، والمساواة هنا يفترض لتحقيقها ضمان قدر من العلانية بحيث يكون المتعاملون ومستشاريهم على علم بحقيقة الصكوك التي يتعاملون فيها، ولذلك تحرص التشريعات على محاربة المضاربة (Speculation) من جانب السماسرة والمتعاملين في البورصة، لأن المضاربة تحول دون تحديد سعر واقعي للصكوك محل التداول، هذا السعر يجب أن يترك تحديده طبقا لالتقاء العرض والطلب[٢]. وعلى ذلك فإن قدر من الممارسات اللاأخلاقية (Unethical conduits) أو غير القانونية كترويج الإشاعات الكاذبة بشأن تداول الأوراق المالية وتداول المعلومات المزيفة عنها والتلاعب المدبر للتأثير على الأسعار بطرق غير مشروعة عن طريق البيع الصوري للأوراق المالية، يعد من المخاطر الكبيرة التي تهدد المتعامل في الأوراق المالية، ويعد كافيا في كثير

---

(1) وينسب العائد على الورقة المالية منسوبا لحجم الاستثمار الأساسي في الورقة المالية، انظر: د/ سمير عبد الحميد رضوان: مرجع سابق، ص١٥٠.

(2) انظر: د/ عبد الفضيل محمد أحمد، بورصات الأوراق المالية، الناشر مكتبة الجلاء الجديدة بالمنصورة، بدون سنة نشر، ص٩.

من الأحيان لزعزعة الثقة في أسواق رأس المال وفي أخبار الاستثمار الأجنبي وأسعار المستثمر الأجنبي. وإيطاء قوة الدفع لمعدلات النمو المتوقعة للاقتصاد القومي(١).

ومن المخاطر أيضًا التي يتعرض لها المتعامل في الأوراق المالية "اتجار المطلعين في الأوراق المالية" من مستشارين وسماسرة ومديرين للشركات والمحافظ المالية، وهو ما يؤدي لعدم المساواة، وقد تنبهت معظم القوانين إلى ذلك وعملت على تحريم استغلال المطلعين للمعلومات التي بين أيديهم مما يشكل خطورة على باقي المتعاملين في الأوراق المالية (من هذه القوانين قانون الغش في الأوراق المالية واتجار المطلعين الصادر في ١٩ نوفمبر سنة ١٩٨٨م بالولايات المتحدة) (٢). وكذلك قانون السندات والشركات والتعامل الداخلي فيها الصادر سنة ١٩٨٥م جزء ٣، ٤ في المملكة المتحدة.

كما توجد مخاطر أخرى تنتج عن التعامل في الأوراق المالية منها "التكاليف غير المباشرة Indirect costs" وتتضح هذه التكاليف في الآتي: "تكلفة الفرصة الضائعة" وهي العائد الذي كان يمكن تحقيقه لو استثمرت هذه الأموال في مجالات استثمارية أخرى وتكلفة الوقت والجهد الذي يبذله المستثمر في تقييم ودراسة وتحليل الأوراق المالية وطلب الاستشارات قبل الارتباط بها. وكذلك التكلفة النفسية المتمثلة في: "القلق الذي يعيش فيه المستثمرفي هذا المجال خوفا من احتمال تدهور قيمة استثماراته في السوق".

---

(1) انظر في ذلك: د/ منير هنري: سلسلة الأوراق المالية، الجزء الثاني: "الأسواق الحاضرة والمستقبلية" ، المعهد القومي للدراسات المالية والمصرفية، عمان ، الأردن سنة ١٩٨٨م، مرجع سابق، ص٥٢، د/ حسين فتحي: "تعاملات المطلعين على أسرار أسهم الشركات"، مرجع سابق، ص٤.

(2) انظر: حسين فتحي: تعاملات المطلعين على أسرار أسهم الشركات، مرجع سابق، ص د/ صالح راشد الحمراوي: دور شركات السمسرة في استثمار أموال العملاء، مرجع سابق، ص٣١٤ ، ٣١٥.

مما سبق يتضح أنه يتعين على المستثمر الرشيد (أو مستشاره) أن يقارن دائما بين هامش الربح المتوقع الحصول عليه من الصفقة التي ينوي إبرامها وبين عناصر التكاليف المباشرة وغير المباشرة لها (المخاطر). فهناك احتمال أن تزيد الثانية على هامش الربح المتوقع، وبالتالي ينبغي على المستثمر عدم إتمام صفقة البيع أو الشراء للأوراق المالية.

وعامة يمكن القول: حتى يتقبل المستثمر فكرة توظيف أمواله في صكوك يلزم أن تتوافر مجموعة من الشروط تتصل بالأمان والمساواة والسيولة فيلزم أولا أن تقدم الورقة المالية قدرا من الأمان (La securities) أي ضمان الحصول على عائد الورقة المالية بطريقة منتظمة وبحيث يكون انخفاض هذا العائد أو انعدامه أمرا ثانويا فضلا عن الاطمئنان إلى ثبات قيمة الورقة على الأقل وضمان استرداد قيمتها. ولا توجد مشكلة إذا كانت الجهة المصدرة موسرة كالدولة. إنما يختلف الأمر إذا كانت الجهة المصدرة شركة عندئذ يكون العائد متغيرا (Variable) متى كانت الورقة المالية سهما حيث تتدخل عوامل عديدة في تحديد ربحية الورقة مثل الظرف الاقتصادي العام وكيفية الإدارة وقوانين الضرائب وظروف المنافسة والظروف السياسية العامة فضلا عن العوامل النفسية كما سبق أن شرحنا[١].

---

(١) انظر:
- د/ نادية أبو فخرة، د/ شامل الحموي، د/ محمود صبيح، د/ أحمد الزهري، مرجع سابق، ص٩٢ وما بعدها.
- د/ منى هنري: صناديق الاستثمار، دار المعارف بالإسكندرية، سنة ١٩٩٤م، إدارة المنشآت المالية، منشأة المعارف بالإسكندرية ١٩٩٤م.
- إدارة الأسواق والمنشآت المالية، منشأة المعارف بالإسكندرية، سنة ١٩٩٤م
- الأسواق الحاضرة والمستقبلية، المؤسسة العربية المصرفية، المنامة، البحرين ١٩٩٤م.
- الفكر الحديث في مجال الاستثمار، منشأة المعارف بالإسكندرية.
- الأوراق المالية وأسواق رأس المال، منشأة المعارف بالإسكندرية.

المبحث الخامس

عقد تقديم الاستشارات بشأن تداول الأوراق المالية في الفقه الإسلامي

أولاً ـ هل تقديم الاستشارات بشأن تداول الأوراق المالية يصح أن يكون محلا للعقد؟

من المقرر في الفقه الإسلامي أن محل العقد لابد أن يكون مالاً متقوماً شرعاً، موجوداً وجوداً حقيقيا، أو موصوفاً في الذمة وصفاً نافياً للجهالة[١] وفي عقد تقديم الاستشارات بشأن الأوراق المالية محل عقد الاستشارة إنما هي فكر محض لصفة مستقلة عن تداول الأوراق المالية التي تنصب عليها الاستشارة، وهي معرفة محضة وخبرة تباع للمتداولين في أسواق الأوراق المالية. ولا يقدم أي مستثمر على دخول سوق الأوراق المالية بائعا أو مشتريا دون أن يكون مسلحا بهذه الخبرة أو الاستشارة. لكن هل يمكن اعتبار هذه الاستشارة والفكر المدروس مالا متقوما شرعا وموجودا وجودا حقيقيا[٢]. مع العلم "أن ما يقوم به المستشار في مجال عقد الاستشارة أداءات ذهنية لا تمتد إلى التنفيذ المادي" في معظم الأحيان[٣].

---

(1) انظر النووي: يحيى بن شرف النووي ـ المجموع شرح المهذب، طبعة دار الفكر بيروت، بدون تاريخ نشر.

(2) حيث كان السائد في روما أن عقود المهن الحرة تتم بدون مقابل وتعد عملا تطوعيا ثم انتقل ذلك للقانون الفرنسي القديم، وتدرجت من تقديم هدية إلى الأتعاب المتعارف عليها في التكييف القانوني لأتعاب المحامي إبان القانون الروماني والقانون الفرنسي القديم.

(3) انظر: د/ مرفت عبد العال: عقد المشورة في مجال تقديم المعلومات، عين شمس، ص٣١، سنة ١٩٩٨م، بدون ناشر.

لكن هل يمكن اعتبار هذه الاستشارة والفكر المدروس مالاً متقوماً شرعاً وموجوداً وجوداً حقيقياً ؟

ويعرف ابن جزي المال في الإسلام بأنه: "هو كل شيء له قيمة سواء كان خامات أولية أو سلع نهائية أو ما إلى ذلك"، وهو في عقيدة الإسلام قوام الحياة والقيام عليه إصلاح للحياة[1]. والمال عند الإمام الشافعي هو: "كل ما له قيمة يباع بها وتلزم متلفه وإن قلت وما لا يطرح للناس مثل الفلس أو شابه ذلك"[2].

ويعرف ابن الأثير المال بقوله: "المال في الأصل ما يملك من الذهب والفضة ثم أطلق على ما يقتنى ويملك من الأعيان" وعرفه ابن عابدين بأنه: "ما يميل إليه الطبع، ويمكن ادخاره لوقت الحاجة أنه خرج بالادخار والمنفعة فهي ملك لا مال"[3].

وفي الواقع فإن تعريف الإمام الشافعي هو أدق هذه التعريفات في بيان حقيقته، فهو ا لشيء الذي له قيمة في السوق، وهو الذي يجب ضمانه عند الإتلاف، ومن الثابت أن الاستشارات بشأن الأوراق المالية يجري تداولها في أسواق الأوراق المالية بين المستشارين والعملاء، وهي تنتقل عن طريق التعاقد عليه من المستشار إلى المستثمر العميل كما أن الاستشارة

---

(1) انظر ابن جزي محمد بن أحمد بن جزي الكلبي الغرناطي: "القوانين الفقهية"، الطبعة الأولى، الناشر دار الكتاب العربي، ١٤٠٤هـ ـ ١٩٨٤م، ص٢٨٨.

(2) انظر للشافعي، محمد بن إدريس الشافعي، وبهامشه مختصر المزني أبي إسماعيل بن يحيى المزني الشافعي ٢٦٤م، طبعة كتاب الشعب.

(3) انظر: ابن عابدين: محمد أمين الشهير بابن عابدين، حاشية المحتار على الدر المختار شرح تنوير الأبصار، الطبعة الثانية ١٣٨٦هـ ـ ١٩٦٦م، مطبعة مصطفى البابي الحلبي.

يمكن اقتناؤها وحيازتها، بل يمكن تداولها من متعاقد إلى آخر، وعلى ذلك فهي تعد مالا متقوماً يمكن التعاقد عليه(١).

ثانيًا ـ هل تقديم الاستشارات بشأن تداول الأوراق المالية ينطوي على المقامرة المحرمة شرعا؟

فقد يحصل مستشار التداول (مقابل الاستشارة) بناء على عمل من أعمال الحظ والمصادفة، سواء كانت المصادفة بفعل الطبيعة أو بفعل الغير، بل إن العميل نفسه سيحصل على أرباح بناء على الحظ والمصادفة لا بناء على دراسة علمية واستشارة مضمونة حيث أن التعامل بالبيع والشراء أصلا تعامل على شيء مستقبلي غير ثابت ومضمون بدرجة كافية، فهذه إذن المقامرة بعينها سواء على مستوى العلاقة بين المستشار والمستثمر أو العلاقة بين البائع والمستثمر للأوراق المالية، فهي حادث احتمالي يلقي بالكسب في جانب وبالخسارة في جانب آخر، والمجتمع هنا لم تلحقه زيادة ما لا بعمل ولا تجارة ولا بيع ولا شراء(٢).

---

(1) انظر: د/ محمد الشحات الجندي: معاملات البورصة في الشريعة الإسلامية، دار النهضة المصرية، سنة ١٩٨٨م. والعقد يعني: "الارتباط بين شخصين على الوجه الذي يرتب الأثر الشرعي" ومثل ذلك عند الدسوقي بقوله: "العقد هو كل ما يتوقف على إيجاب وقبول".
ـ انظر: الدسوقي ـ حاشية الدسوقي على الشرح الكبير، الجزء الثالث، ص٥، للعالم شمس الدين الشيخ محمد عرفة الدسوقي، على الشرح الكبير لأبي البركات سيدي أحمد الدردير، طبعة دار إحياء الكتب العربية، عيسى البابي الحلبي وشركاه.

(2) ذهب كنج إلى أن سوق الأوراق المالية مكان وضيع فهي مجرد نادي للقمار يكون بها طرفان متضاربان أحدهم يحقق ثروات طائلة في لحظات عابرة والآخر تصيبه خسائر.

"Many people stile speak of the stock exchange if it exit sited only for the benefit of the wealthy and have no notion of its public function and responsibility same indeed believe it to a kind of "rich man's mean place for recreation which dose for the king w. t.c. "the stock exchange" gorge allen and union London, 1954, P. 10. ==(ما قبله)

ويمكن الرد على ما سبق بالقول أن هناك فروقا شاسعة ما بين نظام تقديم الاستشارات بشأن الأوراق المالية أو تداول الأوراق المالية عامة، واتفاقيات المقامرة وليس تقديم الاستشارات بشأن تداول الأوراق المالية نوعا من المقامرة أو الرهان. حيث إنه من المتعذر دخول المستثمر إلى سوق الأوراق المالية سواء شركة أم فرد أو حتى صندوق استثمار في أوراق مالية دون اللجوء إلى مستشار تداول لإعطائه النصيحة والاستشارات وباستمرار وفي كل عملية تداول، ويبرم المستثمر مع المستشار عقد يحدد حقوقه والتزاماته بصفته هذه.

إذن فدخول سوق الأوراق المالية دون اللجوء إلى مستشار أوراق مالية يحدد أولويات الاستثمار في أوراق معينة ويقدم دراسة وافية للسوق والظروف الاقتصادية والاجتماعية والسياسية المحيطة به لا يعد هذا استثمار في أوراق مالية وإنما مقامرة ومضاربة تعتمد على الحظ والصدفة[1]. هذا

==(ما قبله) انظر راشد الحمراني، مرجع سابق، ص١.

ويصور الأستاذ الدكتور يوسف بك النحاس في تعليق على مؤلف حسن تيمور بك عمليات البورصة على أنها: "عمليات معقدة دقيقة للغاية فالذي يعرفها حق معرفتها هو وحده الذي يستطيع أن يلقي بنفسه في هذه الحومة التي فيها تقبل الثروة أو تدبر على أسرع من البرق على أن هذه المعرفة وإن كانت غير عاصمة للمرء من الخسارة إلا أنها تنفعه على الأقل في اكتشاف الحبائل التي تنصبها المضاربة فهو بها يطلع بدخائل الدواليب المتنوعة التي تتركب منها تلك الملكية المتضاعفة التركيب الشديدة الخطر التي يسمونها البورصة".

- انظر: د/ حسن تيمور: "البورصات وتجارة القطن"، مطبعة دار المعارف، ١٩١٧م ص٥.

(1) ربما لا يكون هناك قرار في ميدان الأعمال أهم من قرار الاستثمار طويل الأجل (في الأوراق المالية) فهو ارتباط مالي بمبالغ كبيرة نسبيًا لآجال طويلة يصعب جدا ويستحيل الرجوع دون خسائر باهظة وأن المبالغ الكبيرة المرتبطة بآجال طويلة في ظل غموض كبير نسبيا يجعل الاستثمار على حد تعبير أحد أساتذة الاقتصاد المعروفين J. Shumpete مثل محاولة إصابة هدف وأن هذا الهدف ليس فقط غير واضح وإنما يتحرك بطريقة لا يمكن توقعها. ==(ما بعده)

إلى جانب أن الحادث الاحتمالي في المقامرة يكون من صنع المقامرين أنفسهم فكل منهم يسعى إلى تحقيق احتمال معين، أما في تقديم الاستشارات بشأن تداول الأوراق المالية أو في التداول نفسه يكون الحادث الاحتمالي من صنع الظروف الاقتصادية والاجتماعية والسياسية أو بفعل الغير كمديري الشركات وهو وإن كان يتمثل في خطأ من جانب مديري الشركات أو الهيئات الاقتصادية والسياسية إلا أنه خطأ غير إرادي، أما حيث يتعمد تحقيق الخطر مثل استغلال المطلعين للمعلومات فإنه يُحرم من المكاسب التي حققها من وراء ذلك ويحاسب عليه[1].

==(ما قبله) انظر:

ـ ندوات علمية وجلسات تدريبية عقدتها جامعة الملك عبد العزيز، أكتوبر سنة ١٩٨٠م، ص٢٢٠، ٢٢١.

ـ د/ يحيى عبيد: تقييم المشروعات في الفكر الإسلامي، ورقة مقدمة للمؤتمر العلمي السنوي الثالث، المنهج الاقتصادي في الإسلام بين الفكر والتطبيق، القاهرة ٩ـ١٢ أبريل سنة ١٩٨٣م، مجلد٢ ، ص٧٢٩.

(1) أنظمة سوق رأس المال المصري لم تعن حتى الآن بتنظيم أنشطة المطلعين، ويستشف ذلك من بعض النصوص في قانون الشركات المصري رقم ١٥٩ سنة ١٩٨١، وقانون شركات قطاع الأعمال رقم ٢٠٣ سنة ١٩٩١م، وقانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢، وجود التزامات على عاتق المطلع في مواجهة شركته دون أن نجد أثراً لتنظيم متكامل لمواجهة هذه الظاهرة كما في الولايات المتحدة، انظر المواد ٦٣ إلى ٦٩ من قانون سوق رأس المال المصري التي تصدت بشكل عام ـ لكل الأنشطة التي تتناقض مع شفافية السوق دون تحديد عقوبات جنائية منصوص عليها، انظر قرار وزير الاستثمار رقم ١٤١ لسنة ٢٠٠٦، وانظر في القانون الأمريكي:

Inside Trading and Securities Fraud Enforcement Act (ITSFA) 1988 P. Law. No. 100-704 19 Nov. 1988.

هل تقديم الاستشارات بشأن تداول الأوراق المالية من عقود الغرر أو الجهالة:

قد يقال إن عقد تقديم الاستشارات بشأن تداول الأوراق المالية يقوم على غرر وجهالة كاملة[1]. فالمستشار يقدم استشارته للمستثمر التي يمكن أن تحقق أو لا تحقق صحتها حيث يمكن تدخل ظروف أخرى لم تكن في الحسبان، كما ذكرنا تؤكد عدم صدق الاستشارة، لم تكن في حسبان المستشار عند تقديمه الاستشارة وعادة سوق الأوراق المالية لا تتسم بالرشد والمستثمر في الأوراق المالية يقوم بدفع مقابل الاستشارة التي يمكن أن تكون خاطئة وهم في وهم، بل قد تحجم شركات ومستثمرين عن استثمار مليارات الجنيهات بناء على هذه الاستشارة ومن ثم تحدث خسائر فادحة، ومن ثم يوصف عقد تقديم الاستشارات بشأن تداول الأوراق المالية بالغرر أو الجهالة وهما من مفسدات العقود من الناحية الشرعية[2].

ويمكن الرد على ما سبق أن القاعدة في الفقه الإسلامي أو الغرر والجهالة ليست بذاتها من أساسيات العقود، ولكن فساد العقد يرجع إلى احتمال وقوع النزاع بسبب الغرر أو الجهالة، فالفقه الإسلامي يبطل بعض العقود التي تنضوي على الغرر أو الجهالة إذا كان من شأن ذلك أن يثير العقد نزاعا مستقبلا لا يستطيع القاضي حسمه من خلال شروط العقد، والفقه الإسلامي يقر صحة بعض العقود رغم ما فيها من غرر أو جهالة إذا كان

---

(1) والقاعدة أن الغرر والجهالة يؤديان شرعا إلى بطلان العقد وفساده لأن الغرر يؤدي إلى النزاع والجهالة تؤدي إلى الخداع والغبن وقد استقر الفقه الإسلامي على أنه في كل مرة يتصف فيها العقد بالغرر والجهالة فإنه يكون عقدا فاسدا، مثال ذلك بيع شيء لم يخلق بعد كإنتاج المستقبل من الماشية وبيع الثمر قبل أن يظهر صلاحه وبيع شيء ليس في يد البائع.

(2) انظر: الشيخ/ محمد أبو زهرة، مفسدات العقود، مجلة حضارة الإسلام، دمشق، سنة ١٩٦١م، ص٥٢٤.

الغرر لا يثير نزاعا في المستقبل وكانت الضرورة تقتضيه وكان الغرر يسيرا مثل البيع الجزاف فيه نوع من الغرر حيث يمكن أن تختلف الكمية عن الظن الذي ثار في ذهن المشتري فهو غرر ولكنه يسير ، **فالفقه الإسلامي** يسمح به. كذلك شراء دار بما فيها ولا تعرف محتوياتها[1].

ويمكن القول بأن الاحتمال في عقد تقديم الاستشارات بشأن تداول الأوراق المالية ليس نوعا من الغرر الذي يثير نزاعا مستقبلا وليس نوعا من الجهالة في المحل. ذلك لأن المستشار سواء كان شركة أم بنك أم فردا عندما يقوم بتقديم الاستشارة الخاصة بتداول الأوراق المالية ويحدد نوع الورقة التي يوصي بشرائها أو بيعها أو تداولها عامة فهو يحدد احتمالات وقوع ذلك، وهذه الاحتمالات تكون معروفة بالبحث والتحليل ومقنعة من الوجهة النظرية والعملية معا سلفا والتي لو خالفها المستشار يكون مخطئاً وتقع عليه المسئولية.

وعلى ذلك يمكن اعتبار الاستشارة بشأن تداول الأوراق المالية من الوجهة الشرعية والقانونية البحتة غررا حقا، حيث أنها افتراض مستقبلي يمكن أن يتحقق خلال فترة معينة وإن كان هذا الافتراض مبني على المعطيات العلمية الموجودة لدى المستشار وعلى المعلومات التي تصل إليه والمفصح عنها من الهيئات والشركات مصدرة الأوراق المالية، لكن من وجهة النظر الاقتصادية والمالية البحتة فإن العمل الذي قام به المستشار يعد عملا كاملا مادام لم يرتكب خطأً مهنياً معيناً أو تقصيراً في إتباع القواعد العلمية المتعارف عليها. وعادة وفي غالب الأحيان تصدق نبوءته بصورة كبيرة. حيث أنه وفقا لقانون الكثرة كلما زاد التعامل على ورقة معينة زادت نسبة الصدق في نبوءة المستشار.

---

(1) انظر: أ. د/ محمد إبراهيم الدسوقي، التأمين من المسئولية، دار النهضة العربية، ص٩٥.

ومن ثم الغرر غير قائم في علاقة المستشار بالعميل وتكون المبالغ التي يتقاضاها المستشار نظير تقديم استشارته للعميل الراغب في دخول سوق الأوراق المالية، تتعادل تماما مع المجهود العلمي الذي بذله وهي احتمالات يمكن أن تحدث بنسبة كبيرة، مما يلغي فكرة الغرر أو الجهالة.

عقد تقديم الاستشارات بشأن تداول الأوراق المالية لا يندرج تحت نوع من العقود التي أقرها الفقه الإسلامي:

ومؤدى هذا أن الفقه الإسلامي لا يعرف إلا العقود المسماة، أي أنواعا نمطية من العقود، فلا يصح الاتفاق إلا إذا اندرج تحت واحد منها، فإذا خرج الاتفاق بعض الشيء عن هذه الأنواع من العقود، وجب تقويمه ليتفق مع أقرب نمط إليه وإلا كان اتفاقا فاسدا[١].

ويمكن الرد على ما سبق بالقول أن منهج الفقه في دراسة العقد، لا يقوم على صياغة نظرية عامة للعقود لكنه يسير على شرح العقود المختلفة المتداولة بين الناس مثل البيع.

كذلك لا يعني هذا الكلام في واقع الأمر أن الشريعة الإسلامية لا تعترف بالاتفاقات المستحدثة التي تتخذ أحدا من الأشكال التقليدية للعقود، ثم أن الفقه الإسلامي يقر بأن الأفراد يلتزمون بعقودهم وتعهداتهم طالما هي لا تخالف أصول الشريعة الإسلامية[٢].

---

(1) د/ محمد إبراهيم الدسوقي: التأمين من المسئولية، مرجع سابق، ص٦.

ـ ويقول ابن عابدين في هذا: "فإذا جاء شخص بنوع جديد من العقود لم يعرفه الفقه الإسلامي من قبل، فهذا مما لا تسمح به أحكام الشريعة الإسلامية خاصة إذا كان ينطوي على منفعة بغير مقابل" ابن عابدين، حاشية المحتار على الدر المختار، مرجع سابق، جزء ٣ ، ص٣٤٥.

(2) انظر: علي الخفيف: التأمين: بحث مقدم إلى مجمع البحوث الإسلامية، سنة ١٩٦٥م.

ويرى بعض الفقهاء المسلمين أن إرادة الأفراد تتمتع بالحرية في إنشاء ما تشاء من عقود وترتب آثارها، ومن أبرز أنصار هذا المذهب من الفقهاء القدامى فقهاء المذهب الحنبلي وبالذات الفقيه ابن تيميه وتلميذه ابن القيم في فتواه أن: "الأصل في العقود رضاء المتعاقدين ونتيجتها هو ما أوجباه على أنفسهما بالتعاقد، لأن الله تعالى قال في كتابه العزيز "إِلاَّ أَن تَكُونَ تِجَارَةً عَن تَرَاضٍ مِّنكُمْ"[١]" ووفقًا لهذا الاتجاه الفقهي فإن الأصل هو حرية المتعاقد ، وأن الأفراد أحرار في إبرام ما يشاءون من العقود أو الشروط وأن الإرادة هي أساس إنشاء التصرفات القانونية وترتيب آثارها مادام ذلك لا يتعلق بأمر نهى المشرع عنه[٢].

وقد حث الرسول ﷺ على طلب الاستشارة[٣].

---

(1) سورة النساء ـ من الآية (٢٩).

(2) ومن الفقهاء المحدثين الذين تناولوا هذا الجانب الشيخ جاد الحق علي جاد الحق في حوار مع مفتي الديار المصرية حيث قال: (هذا ومن المستقر عليه في فقه الإسلام أن العقود محصورة ويمكن أن تستحدث عقودا أخرى تتطلبها معاملات الأنشطة الاقتصادية المتطورة أو التحديث في العقود بمراعاة القواعد والضوابط التي أشارت إليها الأصول العامة للشريعة الإسلامية والمؤمنون عند شروطهم إلا شرط أحل حراماً أو حرم حلالا"، الشيخ جاد الحق علي جاد الحق، أول حوار حول الاقتصاد الإسلامي مع مفتي الديار المصرية، مجلة البنوك الإسلامية، العدد الرابع، ١٣٩٩هـ، ص١٨٨.

(3) فعن أنس بن مالك: قال: "قال رسول الله ﷺ : "ما خاب من استخار ولا ندم من استشار ولا عال من اقتصر" رواه الطبراني في الأوسط والصغير عن طريق عبد السلام بن عبد القدوس.

وعن ابن عباس رضي الله عنهما قال: قال رسول الله ﷺ :"من أراد أمرا فشاور فيه امرأ مسلما وفقه الله لأرشد أموره" رواه الطبراني في الأوسط.

وإذا نحن أجرينا القياس بين عقد "تقديم الاستشارات بشأن تداول الأوراق المالية" مع أقرب العقود الشرعية التي يمكن أن ينسب إليها لوجدناه يتفق مع أصولها الكلية ولنأخذ مثلا، عقد الإفتاء أو عقد ضمان خطر الطريق[(١)].

بعض الأوراق المالية التي يوصي المستشار بشرائها قد يكون تداولها غير شرعي:

حيث إنه من الفروض الأساسية التي يجب أن يؤسس عليها تقديم الاستشارات بشأن تداول الأوراق المالية أهمها فرض الشرعية في أوجه النشاط الموصى التعامل عليه. ومما يوضح أهمية إعمال هذا الفرض أن الأسس الاقتصادية للمعاملات الإسلامية ما تزال تثير جدلا بين رجال الاقتصاد ورجال الدين، ويدق هذا الجدل حول نقطة رئيسية هي مدى توافر الشرعية للمعاملات ونظم تداول الأوراق المالية، وهل يمكن أن يتفق رجال

(1) عقد الإفتاء وفيه يقدم أحد الطرفين فتوى شرعية للآخر حيث أن الفتوى اسم يوضع موضع الإفتاء وأصله من الفتي وهو الشاب الحدث الذي شب وقوي فكأنه يقوى ما أشكل بيانه ويصير فتيا قويا. وأفتيت فلان رؤيا رآها أن عربتها له وأفتيته في مسألته إذ أجبته عنها. انظر عثمان بن عبد الرحمن المعروف بابن الصلاح رحمه الله. أدب المفتي والمستفتي، بدون سنة نشر، وبدون ناشر، ص٥.

ــ أما عقد ضمان خطر الطريق هو أن يبيع الشخص خبرته في الطريق ويضمن عمل الغير مثل قطاع الطرق والقبائل المعادية ويضمن أيضا فعل الطبيعة من عواصف موسمية، انظر:

ــ الأستاذ الدكتور/ محمد إبراهيم الدسوقي، التأمين من المسئولية، مرجع سابق، ص٦١ وما بعدها.

الشريعة ورجال الاقتصاد على صيغة محددة لأسس هذه المعاملات تحقق الشرعية الإسلامية ولا تتعارض مع مفاهيم النظم الاقتصادية[1].

وخلاصة هذا الفرض الأساسي أن قاعدة الحلال والحرام قاعدة مستقرة في وجدان كل مسلم عبر مئات السنين ولو وجد مسلم في هذه الأنظمة ما يصطدم بهذه القاعدة لأدرك أنها غريبة عنه ولا يتحقق من خلالها وجوده.

والإسلام عامة يعارض مبدأ التحديد المسبق الثابت للفائدة على رأس المال سواء كان القرض للاستثمار أم للإنتاج. ومن ثم تداول السندات لا يصح شرعا والإيصاء بتداولها بناء على ذلك لأنها قروض بفائدة محددة سلفا وإن كان أفتى بعض الفقهاء المحدثين أمثال الشيخ الإمام محمد عبده والأستاذ

---

(1) ووفقا للاتجاه الغالب في الفقه الإسلامي، فإن الإرادة ليست حرة في إنشاء ما تشاء من العقود، وأن تضمنها ما تشاء من الشروط وأنها حرة في حدود الإطار المحدد لها وهو عدم تحليل ما حرم الله أو تحريم ما أحل الله ، ومادام أنها في نطاق العقود والشروط الثابتة بالدليل الذي هو في الكتاب والسنة أي العقود والشروط التي جاء بها أثر من الشارع وأن الإرادة داخل هذا النطاق المحدد لها قدرة على إنشاء العقود دون ترتيب آثارها التي هي من عمل الشارع حتى لا يبغي بعض الناس على بعض، وعلى ذلك يعتبر من النتائج المترتبة على الإرادة كأساس للقوة الملزمة للعقد قدرة الإرادة على إنشاء عقد معين في الشريعة الإسلامية طالما أنه غير مخالف لأحكامه. انظر:-

ــ ابن تيمية رحمه الله، القياس في الشرع الإسلامي، منشورات دار الآفاق الجديدة، بيروت، الطبعة الخامسة ١٤٠٢هـ ــ ١٩٨٢م، ص١٤.

ــ د/ محمد يوسف موسى: الأموال ونظرية العقد في الفقه الإسلامي. مدخل لدراسة الفقه وفلسفته ــ دراسة مقارنة، دار الفكر العربي سنة ١٩٨٧م، ص..

عبد الوهاب خلاف بجواز أخذ فائدة مجددة على المال الذي يعطيه الشخص لآخر لاستثماره[1].

أما الأسهم وهي الصك المعد لإثبات حق الشريك القابل للتداول طبقا لقواعد القانون التجاري[2] وهي تتنوع إلى أسهم نقدية وعينية وأولوية أو ممتازة.

أما الأسهم النقدية فلا خلاف على صحة إصدارها ومن ثم تداولها وكذلك الأسهم العينية من منقول وعقار بعد تقديرها بالنقود طبقا للقانون رقم ٢٦ لسنة ١٩٥٤م.

أما أسهم التمتع فإنه يصح إصدارها وتداولها عند من أجاز من الفقهاء التفاضل في الربح ومن ثم شرعية تداولها والإيصاء بها من قبل المستشار.

---

(1) محمد رشيد رضا، تفسير المنار، الجزء الثالث، ص٩٧، أيضا: د/ محمد الشحات الجندي، مرجع سابق، ص٢٣٢، الأستاذ/ عبد الوهاب خلاف مقال مجلة لواء الإسلام عدد شعبان سنة ١٣٧٠هـ السنة الرابعة العدد ١٢.

– وإن تعرضت هذه الآراء الفقهية الحديثة للنقد، انظر في ذلك: الشيخ/ جاد الحق علي جاد الحق. أول حوار حول الاقتصاد الإسلامي مع مفتي الديار المصرية، مجلة البنوك الإسلامية، العدد الرابع سنة ١٣٩٩ ، ص١٨٨، مرجع سابق. د/ محمد عبدالله العربي، المعاملات المصرفية ورأي الإسلام والتوجيه التشريعي في الإسلام، من بحوث مؤتمرات البحوث الإسلامية الجزء الثاني سنة ١٣٩٢ ، ص١٦٨، ١٦٩، وانظر: د/ فاروق عبد الحليم الغندور، بحث مقدم للمؤتمر العلمي السنوي الثالث، المنهج الاقتصادي بين الفكر والتطبيق، بحث العمليات المحاسبية التي تمارسها البنوك، القاهرة ٩ ــ ١٢ أبريل سنة ١٩٨٣م.

(2) د/ محمد الشحات الجندي: معاملات البورصة في الشريعة الإسلامية، مرجع سابق، ص١٧٢، ١٧٣، د/ علي شلبي: بورصة الأوراق المالية، دار النهضة العربية، ص٢٩. د/ سامر وهبه غالي، إدارة المنشآت المالية، دار النهضة العربية، ص٩٧، د/ سعيد الهواري، الإدارة المالية، دار النهضة العربية، ص٢٤.

أما الأسهم الممتازة أو الأولوية، وموطن البحث في أسهم الأولوية في الشريعة الإسلامية هو تفاضل بعض الشركاء على بعض في الربح ويرى البعض أن إصدارها ومن ثم تداولها حرام حيث من الظلم البين أن يتحمل فريق من الشركاء خسارة الشركة ويعفى منها الطرف الآخر بلا مقابل، ويرى هذا الرأي جواز التفاضل في الربح بين الشركاء في أسهم الأولوية فقط[١].

وهكذا يتبع في كل الأنماط المتعددة من الأدوات المالية التي يستخدمها المتعاملون والمستثمرون في الأوراق المالية العالمية (البورصات) والتي يستحدثونها وذلك لتحقيق أهداف مختلفة مثل المضاربة وزيادة الربح والحماية من المخاطر الناجمة عن تقلبات الأسعار مثل البيع الآجل وعقود الخيارات والعقود المستقبلية[٢]. حيث أن الأوراق المالية التي يثبت شرعية

---

(1) انظر في ذلك: د/ محمد الشحات الجندي، مرجع سابق، ص٧ وما بعدها.

(2) العقود الآجلة (كأداة مالية مشتقة) هو اتفاق بين طرفين على بيع وشراء أصل مالي بسعر معين في تاريخ لاحق على تاريخ إبرام العقد وهذا الاتفاق ملزم للطرفين على عكس عقد الخيار الذي يعد ملزما لطرف واحد فقط وهو مشتري حق الخيار، وتجدر الإشارة إلى أن ترادف مصطلحي العقود الآجلة for word والمستقبلية futures إلا أن معيار التفرقة الأساسي بينهما يكمن في أن مجال تداول العقود الآجلة ذات شروط نموذجية هو الأسواق المنظمة، وهذه العقود عامة (العقود الآجلة ، عقود الخيار) يطلق عليها جملة عقود المشتقات المالية أو (الأدوات المالية المشتقة) وهي مجموعة من العقود المالية تشتق قيمتها من أصول مالية أخرى مرتبطة بها كالأسهم والسندات والسلع والعملات الأجنبية وهذه الأدوات طغت ملامحها على الأسواق المالية العالمية وشهدت إقبالا هائلا من المتعاملين، بحيث قدر حجم التعامل فيها بما يوازي ٣٥ تريليون دولار في مقابل ٤٨ تريليون دولار قيمة التعامل في أسواق المال التقليدية مما يعطي انطباعا بضخامة حجم التعامل فيه.

===(ما بعده)

إصدارها وتداولها في السوق المالي من قبل الفقهاء الشرعيين يصح الإيصاء بها للعملاء والمستثمرين.

وفي النهاية يمكن القول بما قال به ابن تيمية رحمه الله: "أن الضرر على الناس من تحريم هذه المعاملات أشق عليهم من الأخذ بها. لأن الضرر بها يسير والحاجة إليها شديدة يندفع بها الضرر والشريعة جميعها مبنية على أن المفسدة المقتضية للتحريم إذا عارضتها حاجة راجحة اتبع المحرم (كأكل الميتة) فكيف إذا كانت المفسدة منتفية[١] ؟

وكما يقول الأستاذ/ محمد باقر الصدر: أنه من الممكـن للمفكـرين الإسلاميين أن يقدموا صورا مختلفة تبعا لاختلاف اجتهاداتهم ويعتبر كل من تلك الصور صورا إسلامية لأنها نتيجة ممارسة عملية الاجتهاد التي سـمح بها الإسلام وأقرها[٢].

==(ما قبله) ـ انظر في تفصيل ذلك: د/ أحمد صلاح عطيـة، الأدوات الماليـة المشتقة، مجلة البحوث التجارية، كلية التجارة، جامعـة الزقـازيق، سـنة ١٩٩٨م، ص١٠٠، وانظر: محمد صالح الحناوي والسيد عبد الفتاح: المؤسسات المالية، الدار الجامعية، الإسكندرية، سنة ١٩٩٨م، ص١٦.

(1) انظر: ابن تيمية: الفتاوى الكبرى، جزء٣، دار المعرفة، بيروت ـ لبنان ١٣٨٦هـ ـ ١٩٦٦م، ص٤٢٣، ٤٢٤، وانظر القاعدة النورانية ص١٣٣.

(2) د/ محمد باقر الصدر: كتاب اقتصادنا، دار المعارف، ص٣٦٥ بـدون سـنة نـشر وانظر: د/ أحمد شلبي، الإسلام والقضايا المعاصرة الحديثة: بحـث قـدم للمـؤتمر العلمي السنوي الثالث، المنهج الاقتصادي في الإسلام بين الفكر والتطبيق، القـاهرة ١٢ أبريل ١٩٨٣م، ص٤٧٣.

القسم الأول

انعقـــاد العقـــد

ويحتوي على بابين

تمهيد

الباب الأول ـ أطراف العقـــــــد

الباب الثاني ـ أركـــان العقـــــد

تمهيد:

لقد تطلبت بعض العقود النموذجية لتقديم الاستشارات بشأن تداول الأوراق المالية وبعض القوانين توافر بعض الشروط فيمن يقوم بإبرام هذه العقود، وحددت الأشخاص المرخص لهم بمباشرتها، كما وضعت القواعد والإجراءات اللازمة لتكوين العقد وبينت الالتزامات المتولدة عنه وضمانات تنفيذها وبفضل هذه النماذج والقوانين أصبحت عقود تقديم الاستشارات بشأن تداول الأوراق المالية عقودا تكاد تكون نمطية مما كان له بالغ الأثر في الحد من كم المخاطر التي يتعرض لها أطرافها[١].

وتفصيلاً لما تقدم سنقسم هذا القسم إلى بابين:

الباب الأول: أطراف العقد

الباب الثاني: أركان العقد

---

(1) وفي الولايات المتحدة الأمريكية لكي تبحث عن المستشارين اقرأ نماذج بتسجيلاتهم واتصل بـ (Adv from) وهي استمارة إلكترونية تتكون من جزأين، الجزء الأول يحتوي على معلومات عن نشاط وأعمال المستشارين (الناصحين) وهل لديهم مشاكل مادية أو قانونية بشأن تسجيلهم مع لجنة الأوراق المالية (SEC) أو وكالة الأوراق المالية للولاية التابع لها (your state securities regulator) أو عملائهم، والجزء الثاني يحتوي على موجز لخدمات مستشاري الاستثمار ـ الأتعاب والاستراتيجية الخاصة بمستشار التداول والاستثمار في الأوراق المالية والخطط الخاصة والعقود النموذجية التي يستخدمها ويتعامل بها وذلك قبل أن تتعاقد مع مستشار الاستثمار في الأوراق المالية، والعميل عليه قراءة النموذجين بعناية والمقارنة بين المستشارين واختيار المناسب له بحرية.

ـ أنظر: http://www.sec.gov/investor/broker.htm.investment advisers

الباب الأول

أطراف العقد

ويحتوي على فصلين

تمهيد

الفصل الأول ـ المستشـــــــــــار

الفصل الثاني ـ العميل المستثمـر

الباب الأول

أطراف عقد تقديم الاستشارات بشأن تداول الأوراق المالية

تمهيد:

نظرًا للمخاطر التي تحيط بتداول الأوراق المالية على العموم والمسئولية عن الاستشارات بشأن تداول الأوراق المالية على وجه الخصوص، لكونها تعاملات وعقود مستقبلية ترتبط بالتنبؤات(١). حيث قد

---

(1) يقصد "بالتنبؤات" المعلومات المالية المعدة على أساس افتراضات خاصة بأحداث مستقبلية تتوقع الإدارة أو مستشار التداول حدوثها ورد فعل الإدارة المتوقع عند تحقق تلك الاقتراحات وذلك في التاريخ الذي يتم فيه إعداد المعلومات (الاقتراحات المتعلقة بأفضل التقديرات).
أما "التقديرات المستقبلية" يقصد بها المعلومات المالية المستقبلية المعدة في ضوء أحد الأسس التالية: (أ) افتراضات نظرية عن أحداث مستقبلية ورد فعل الإدارة تجاهها والتي ليس من الضروري أن تحدث. (ب) خليط من الافتراضات المستخدمة لإعداد أفضل التقديرات والاقتراحات النظرية وتوضح مثل هذه المعلومات النتائج المحتملة (وذلك في تاريخ إعداد المعلومات) إذا ما تحققت الأحداث وردود الأفعال.
أما "المعلومات المالية المستقبلية" نفسها فيقصد بها. تلك المعلومات المالية المبنية على افتراضات عن الأحداث التي تقع في المستقبل ورد الفعل المحتمل تجاهها وهي تخضع بطبيعتها للحكم الشخصي بدرجة عالية ويتطلب إعدادها ممارسة قدر كبير من الحكم الشخصي، وقد تكون المعلومات المالية المستقبلية في صورة تنبؤات أو تقديرات مستقبلية أو خليط من كليهما وعلى سبيل المثال قد يكون هناك تنبؤات عن عام واحد بالإضافة لتقديرات خمسة سنوات. وقد تتضمن المعلومات المالية المطلوبة القوائم المالية أو واحد أو أكثر من بنود القوائم المالية ويمكن إعدادها كأداة داخلية للإدارة للمساعدة في تقييم جدوى استثمار رأسمالي مثلاً. أو للتوزيع على أطراف أخرى مثل نشرة الاكتتاب التي تمد المستثمرين المرتقبين === (ما بعد)

لا تصلح هذه التنبؤات مما يؤدي إلى تحمل أطراف العقد لخسائر فادحة، فقد استقر الاتجاه نحو نطاق لهذه العقود من حيث الأفـراد المـرخص لهـم أن يكونوا أطرافا فيها.

وتفصيلاً لذلك سنقسم هذا إلى فصلين:

الفصل الأول: المستشار

الفصل الثاني: العميل المستثمر

=== (ما قبله) والمستشارين بالمعلومات عن التوقعات المستقبلية أو التقرير السنوي اللازم لتقديم المعلومات للمساهمين والجهات التنظيمية للأطراف الأخـرى المهتمـة بالمنشأة، وتقع مسئولية إعداد وعرض المعلومات المالية المطلوبة على الإدارة بمـا في ذلك اختيار الاقتراحات التي بنيت عليها تلك المعلومات. انظر:

ــ معايير المحاسبة والمراجعة، اختيارات المعلومات المالية والمستقبلية، المعيار المصري رقم ٣٣ ــ مجلة أخبار المال والاقتصاد ــ العدد الخامس، نـوفمبر سـنة ٢٠٠١م، تصدر عن جمعية الاستشارات المصرية، ص٢٤٦.

الفصل الأول

المستشـــــــار

تطلبت بعض التشريعات الخاصــة بتقـديم الاستــشارات والنــصح للمتداولين والمستثمرين في الأوراق المالية وقوانين أسواق المال مواصفات معينة ينبغي توافرها في أطراف عقد الاستشارات الخاص بتــداول الأوراق المالية وخصوصا في جانب المستشار وأهم هذه المواصفات:

المبحث الأول: توافر المقدرة الفنية والخبــرة العمليــة لــدى مستــشار التداول.

المبحث الثاني: التخصص والاحتراف.

المبحث الثالث: المساعدون المرتبطون بمستشار الأوراق المالية.

وسنتناول ذلك بالتفصيل:

المبحث الأول

توفر المقدرة الفنية والخبرة العملية

لدى مستشار التداول

يتطلب الاستثمار توافر خبرات معينة ومعرفة خاصة بأحوال السوق، ومن ثم ليس بالضرورة أن يتوافر لدى المدخر الراغب في توظيف كل ماله أو جزء منه في الأوراق المالية الخبرة والمعرفة اللازمة لبلوغ هذه الغاية أو بالأحرى يخشى أن يتوه في التفاصيل الفنية الدقيقة لعمليات البورصة، وخاصة في ظروف معينة يشتد الأمر ويتعقد نظرا للطابع الخاص للإجراءات والمصطلحات المستخدمة داخل السوق[١]. لذا يلجأ إلى مستشار الأوراق المالية الذي يجب أن تتوافر لديه الخبرة والمعرفة اللازمة لتعويض هذا النقص لدى المستثمر فالمشورة في الأصل تنطوي على تقديم الخبرة الفنية للغير، حتى يتمكن هذا الغير من القيام بأعماله على نحو مثالي[٢].

فيقتضي عقد تقديم المشورة إن الاستشاري يلتزم أن يقدم استشارة تتم أولا عن إبداعه وثانيا تعكس خبرته وثالثاً تكشف مهارته وقدرته المتميزة[٣].

وعلى هذا فاستشاري التداول يقدم خبرته ودرايته المتمثلة في شكل استشارة للعميل، وهي إداءات ذات طبيعة ذهنية وعقلية. "فهذه الإداءات التي يلتزم بها الاستشاري تجاه العميل تفترض أن الاستشاري يمتلك قدرا من المعارف الذهنية والعقلية، وأن الأداء الأساسي الذي يلتزم به هو نتيجة

---

(1) Jug F. Art (Michel) et Ippalito (Benjamin) Trait de Droit Commericals. Tom 7, Banques et Bourses, 3 eme. Edition 1991, Par Martin (Lucienm) Montchrestien, Paris, No. 529, p. 604.

(2) Nadge Reuboul. Les Contrats de Conseil, Theses Paris I, 1997, p. 20.

(3) انظر: د/ حسن حسين البراوي، مرجع سابق، ص٢٤٤.

لإعمال العقل والفكر" فالاستشاري لا يكون مجرد عامل على آلة أو فني يطبق نظريات[1].

وبصفة عامة فإن كل المهنيين الذين يمارسون مهنة تقديم الاستشارات بصفة عامة عليهم التحلي بصفات وسمات شخصية تجعلهم أهلا لمباشرة مهنة تقديم الاستشارات[2].

في الولايات المتحدة الأمريكية:

تنص المادة ٣/٨٠٦ من قانون مستشاري الاستثمار الصادر سنة ١٩٤٠م الخاصة بتسجيل مستشاري الاستثمار على: "ضرورة توافر الخبرة والمعرفة لدى مستشار الاستثمار"، حيث تلزمه المادة عند تقديم طلب الترخيص أن يقدم السيرة الذاتية للمستشار في العشر سنوات الأخيرة وكذلك يقدم بيان يوضح فيه الأعمال الرئيسة لهذا المستشار يتضمن قيامه بأعمال الاستشارة الاستثمارية وبيان آخر يقدم فيه قيامه بأعمال الإشراف الاستثماري في أعماله. وذلك حتى يمكن التأكد من الوظائف التي تولاها من قبل. وهل تدخل في الإطار المهني الذي يسمح لمستشاري الأوراق المالية باكتساب الخبرة الكافية ؟

ويرفق أيضًا بملف الترخيص شهادات بالتقييم الذي حصل عليه راغب الترخيص كمستشار أوراق مالية واسم وشكل المنظمة (بيت الاستشارة أو مكتب الاستشارة) التي ينتمي إليه أو التي ينوي الانضمام إليه.

(1) Reboul (N) Les Contrats de Conseil. *Op. Cit.*, p. 411.

(2) د/ حسن حسين البراوي: مرجع سابق، ص٢٠٠ وما بعدها.

ومعيار الخبرة والمقدرة الفنية والعلمية لأنه المعيار الأهم فإنه سيكون الفاصل في هذا الأمر عند تقديم مستشار تداول الأوراق المالية أو الاستثمار في الأوراق المالية ملفه للجنة[١].

وقد راعى واضعو العقود النموذجية للاستشارات بشأن تداول الأوراق المالية والاستثمار في الأوراق المالية وجوب توافر الخبرة والمقدرة العلمية والفنية لدى المستشار، فالنموذج العقدي الأمريكي لمستشاري الاستثمار يتطلب مثلا إقرار المستشار بأنه ممنوح له ترخيص بمزاولة المهنة، وأنه تتوافر لديه الخبرة والمعرفة اللازمة للقيام بأعمال الاستشارة.

ويعتبر الكذب بشأن هذا الإقرار مكونا لحالة من حالات التدليس الذي يعد من الأخطاء المؤدية لفسخ العقد[٢].

وفي مصر:

تشترط المادة ٢٥٨ من قانون سوق رأس المال الحالي على ضرورة أن تصدر الاستشارة بشأن تداول الأوراق المالية من مختصين في الشركة[٣]. المؤهلين لتقديم المشورة الفنية للتداول، حيث تنص المادة المذكور

---

(1) Sec. 80b-3 Registration of Investment Advisers Title 15 Chapter 2D Subchapter II – Investment Advisers.

مصطلح (Securities and Exchange Commission) يعني لجنة أو مجلس الأوراق المالية، وهي هيئة فيدرالية نظمت بمعرفة المادة ٧٨ من قانون تدول الأوراق المالية، أنظر أيضاً:

Sec. 80b. Definitions and Application, (IAA).

(2) See. Office of Public Reference. Room 1580, Lee Fastreet, N.E. Washington. D.C. 20549-0102-E. Mail Public Info@Sec. 9076. [illegible] http://www.sec.gov/investor/brokers.htm.

(3) انظر مادة ١١٢، ١٠٢، ١٠٣ من قانون سوق رأس المال المصري رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢م ولائحته التنفيذية الصادرة بقرار وزير الاقتصاد والتجارة الخارجية رقم ١٣٥ لسنة ١٩٩٣م والقوانين المكملة له، طبعة ٢٠٠٣م، المطابع الأميرية.

على أنه: "وفي جميع الأحوال لا يجوز لغير العاملين أو المديرين المتخصصين في الشركة تقديم مثل هذه النصيحة".

وكذلك المادة ٨٩ فقرة ٤ من نفس القانون تشترط في السمسار (شركات السمسرة) والتي يمكن أن تقدم استشارات تداول استيفاء الخبرة واجتياز الاختبارات والدراسات التي صدر بشأنها أو بتنظيمها قرار من الهيئة، كما تنص فقرة ١ من ذات المادة في السمسار أن يكون حاصلا على مؤهل عالي ويستثنى السماسرة القدماء المسجلين قبل صدور القانون السابق لخبرتهم العالية من هذا الشرط[1].

---

(1) يقصد بلفظ "الشركة" في تطبيق أحكام هذا الفصل "شركات السمسرة في الأوراق المالية" وتسري عليها أحكامه، أنظر: مادة ٢٥٥ من قانون سوق رأس المال المصري والغالب أن قانون سوق رأس المال المصري لا يعترف بالمستشار الفرد وإنما يعترف بالاستشارات التي تصدر عن شركة سواء سمسرة أم بيوت استشارة، حيث يستخلص ذلك من نص المادة١٢٠من قانون رأس المال على أنه: "الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية هي الشركات التي تباشر نشاطا أو أكثر من الأنشطة التالية: أ ــ... ب ــ... ج ــ... د ــ... هـ ــ... و ــ... الأنشطة الأخرى التي تتصل بمجال الأوراق المالية ويحددها وزير الاقتصاد بعد موافقة مجلس إدارة الهيئة ومنه نشاط تقديم المشورة.

ــ انظر: قرار وزير الاقتصاد والتعاون الدولي رقم ٦٣٢ لسنة ١٩٩٦م والصادر في ١٩٩٦/٩/١١م بإضافة نشاط تقييم وتحليل الأوراق المالية ونشر المعلومات عن الأوراق المالية والتي يمكن إن تباشرها الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية الواردة في مادة ١٢٠ من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال المصري رقم ٩٥. كما أصدر وزير الاستثمار قراراً للشركات العاملة بمجال الأوراق المالية بإضافة نشاط الاستشارات المالية عن الأوراق المالية في مجالات الأوراق المالية المنصوص عليها في المادة ٢٧ من قانون رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢م. ويأتي هذا القرار علاجًا لظاهرة انتشار الجهات والأشخاص الذين يقومون بأعمال الاستشارات المالية عن سوق المال مع أن غالبيتهم لا يتمتعون بالخبرة لإبداء هذه الاستشارات مما قد يترتب عليه آثار سلبية على السوق والمتعاملين فيها، وطبقا للقرار الجديد فإن الحد الأدنى لرأسمال الشركات التي يرخص لها ==(ما بعده)

وعلى ذلك، يجب أن يتحلى الاستشاري عامة واستشاري الأوراق المالية خاصة بسمات شخصية أهمها التمتع بمهارة عالية وكفاءة متميزة، وهذه السمات الشخصية يكون لها الاعتبار الأول لدى العميل، فهي التي تجعل الأخير يقدم على التعامل مع الاستشاري وخصوصا في مجال الأوراق المالية، حيث الأخطار كبيرة. ويمكن للعميل التأكد من توافر هذه السمات من سنوات ممارسة المستشار العملية والشهادات الحاصل عليها والأحكام التي صدرت ضده والمخالفات المسجلة في الهيئة عليه.

==(ما قبله) بمباشرة هذا النشاط سيكون (٢٥٠ ألف) مائتان وخمسون ألف جنيه مدفوعا بالكامل، وسيؤدي تنظيم هذا النشاط إلى تفعيل الآليات الجديدة للتداول وتطوير كفاءة المنافسة في سوق رأس المال في مصر كما يساعد على إنشاء قاعدة بيانات تنظم المستشارين الماليين المشتغلين والمقيدين بالهيئة حتى تتمكن الشركات الأخرى العاملة في السوق من الاستعانة بمن تريد منهم وقت الحاجة. جريدة المصري اليوم، السنة الثالثة العدد ١٠٤٧ الصادرة يوم الخميس ٢٠٠٧/٤/٢٦م صفحة الاقتصاد.

المطلب الأول

الترخيص بمزاولة المهنة

نستعرض هنا لمتطلب تنظيمي يتعلق بما يجب توافره في المستشار مقدم المشورة بشأن تداول الأوراق المالية والاستثمار فيها من شروط خاصة وبينما نلاحظ التساهل في الشروط المطلوبة في العميل كما سنرى، نلاحظ أيضًا التشدد في الشروط الواجب توافرها في المهنيين القائمين على تقديم المشورة بشأن التداول حيث يخضع هؤلاء لتنظيم غاية في الدقة ومتطلبات قانونية دقيقة في القانون الأمريكي والقانون المصري لزوم التسجيل لمستشار التداول:

في الولايات المتحدة الأمريكية:

يجب على أفراد وبيوت الاستشارة المؤهلين لتقديم النصيحة في التداول والاستثمار في الأوراق المالية أن يسجلوا في لجنة الأوراق المالية (SEC)(١). ولا يجوز لأي مستشار استثمار تداول في الأوراق المالية أن يعمل كمستشار تداول ويدخل في عقود استشارية أو ينضم أو يتوسع أو يجدد عقود استشارات استثمارية متعلقة بالأوراق المالية ما لم يكن مسجل كمستشار تداول استثمار أو معفي من التسجيل بنص القانون. وذلك بداية من وقت صدور قانون مستشاري الاستثمار أول نوفمبر سنة ١٩٤٠م، وعلى أن يجدد تسجيله سنويا(٢). على أنه يستثني المستشارين الذين يعملون في الولايات ويقتصر نشاطهم على تلك الولاية والتي بها مكاتبهم الرئيسة ومقر

---

(1)Sec. 80-b–3 Registration Investment Advisers (a). Sub Chapter II. Investment Advisers.

وانظر قرار وزير الاقتصاد المصري الصادر في ٢٠٠٧/٤/٢٦.

(2) Sec. 80b–5 Investment Advisory Contracts. Investment Advisers.

عملهم. هؤلاء يخضعون لسلطات تلك الولاية فقط ويسجلون لدى وكالة الأوراق المالية في تلك الولاية ما لم يكن لدى هذا المستشار أصول تحت تصرفه الخاص وإدارته لا تقل قيمتها عن ٢٥ مليون دولار[1].

ومستشارو التداول الذين يحق لهم العمل دون تسجيل وهم مستثنون بنص القانون هم:

سماسرة الأوراق المالية الذين يعملون كسماسرة خدمة متكاملة ويقدمون الاستشارات للعملاء. وهؤلاء يكتفي فقط بتسجيلهم كسماسرة خدمة متكاملة طبقا لقانون الأوراق المالية الأمريكي الصادر سنة ١٩٣٤م مادة (١٥)[2].

ويستثنى أيضا من التسجيل، مستشارو الاستثمار في الأوراق المالية الذين كل عملائهم فقط شركات تأمين، وكذلك كل مستشار تداول لم يتجاوز عملائه خمسة عشرة عميلاً خلال الاثني عشرة شهرا الماضية.

ولا يحتاج للتسجيل أيضًا أي مستشار استثمار في الأوراق المالية يعمل في (منظمة خيرية ـ جمعية خيرية) على أن تكون استشارته مقتصرة على هذه الجمعيات الخيرية[3].

---

(1) ويعرف القانون "أصول تحت الإدارة" بمعنى:

- ".......Defind for Purposes of This Subsection the Term".
- "Assets Under Management" Means the Securities Portfolios with respect to which an investment Advisers Provides Continuous and Resolve Supervisory or Management Services Sec. 80b-3a, State and Federal Responsibilities (a) advisers Subject Rostate Authorities.

  http://www.Law cornel.Edu/uscode/15/80b-30htm.I.

(2) Rule 206 (3)–1 Market conseil. http://www.MarketCounseil. Com. Public. Ref. 204, htm.

(3) Sec 80b – 3 – Registration of Investment Advisers (b).

ولا يجوز لسلطات أي ولاية أن تطلب من مستشاري التداول المسجلين لدى لجنة الأوراق المالية (SEC) أن يقدموا شهادات أو أوراق لمنحهم الحق للعمل داخل الولاية مادام أعطيت لهم الرخصة من قبل اللجنة على أن هذا لا يمنع أية وكالة أو هيئة تؤدي وظيفتها بأية ولاية من البحث والتحري وإجراء التعزيزات اللازمة مع الوضع في الاعتبار لعمليات النصب والغش التي يتعرض لها مستشار التداول والاستثمار في الأوراق المالية ومعاونوه[١].

إجراءات التسجيل (كيفية ملء الطلب، التاريخ الفعال لعملية التسجيل، كيفية تعديل التسجيل)

يمكن لأي مستشار استثماري أو أي شخص يريد أن يصبح مستشاراً استثمارياً التقدم للجنة وتسجيل طلب يقدم لتسجيل نفسه في نموذج بشرط أن تملأ فيه البيانات التالية التي تحددها اللجنة[٢]. فيما يتوافق مع الصالح العام وذلك حماية للمستثمرين:

أ ـ اسم وشكل المنظمة التي ينتمي إليها المستشار الاستثماري أو التي ينوي أن ينضم إليها في أعماله، اسم البلد التي ينوي العمل بها موقع أعماله، الفرع الرئيس، والفروع الأخرى، أسماء وعناوين شركاء وموظفي ومديري الشركة والأشخاص المؤدون لوظائف مشابهة، وإذا كان هذا المستشار يعمل بمفرده فعليه تقديم عدد موظفيه[٣].

(1) See. Sec. 80b-3.

(2) اللجنة ويعرفها قانون مستشاري الاستثمار الصادر سنة ١٩٤٠ بأنها:
"Commission" Means the Securities Exchange Commission", Sec. 80b-2 Definition Subchapter II – Investment. Advisers.
http://www.Frewebgate 4. Access. GPO. GOV/Cgi-Bin/Waisate Cgi?

(3) Sec. 80b–3 Registration of Investment ADVISERS Proceder Registration (C), 1.

ب ـ التعليم والأعمال التي قام بها في العشر سنوات الأخيرة.

ج ـ طبيعة عمل هذا المستشار والمتضمنة طريقة إعطاء الاستشارة والتقارير أو التحاليل المقدمة[1].

د ـ الميزانية العامة المصدق عليها عن طريق محاسب عام مستقل والبيانات المالية الأخرى والتي يجب أن يصدق عليها عن طريق اختصاصات اللجنة[2].

هـ ـ طبيعة ونطاق عمل هذا المستشار وسلطاته مع الوضع في الاعتبار العملاء (ماليا وحساباتهم).

و ـ بيان يوضح فيه الأعمال الرئيسة لهذا المستشار الاستثماري يتضمن قيامه بأعمال الاستشارة الاستثمارية، وبيان آخر يقدم فيه قيامه بأعمال الإشراف الاستثماري في أعماله[3].

وفي خلال ٤٥ يوما من تقديم الطلب يجب على اللجنة أن ترد عليه وتتصرف في الطلب إما بالرفض وفي هذه الحالة يجب على اللجنة أن تكون مستعدة بجلسة استماع في خلال فترة لا تزيد عن ١٢٠ يوما من تاريخ تقديم الطلب. وبعد ذلك للجنة أن تقر بالتسجيل إذا وجدت أن متطلبات المادة السابعة قد أتم استيفاؤها فإنه لا مبرر لرفض طلبه وتقر بكونه مستشار استثمار وتداول في الأوراق المالية طبقا لأحكام المادة (sec8ob. 3a) من هذا القانون investment advisers act وإما أن ترفض هذا الطلب إذا

---

(1) Sec. 80b – 3(C)\ A.

(2) Sec. 80b – 3(C) B.

(3) أعمال الإشراف الاستثماري تعرف بأنها: عقد أو اتفاقية عن طريقها يوافق الشخص على القيام بمهام مستشار الاستثمار ليقوم بتنظيم حساب تجاري واستثماري لشخص آخر: Sec. 80b – 5 – investment advisory contracts (d).

وجدت أن مقدم الطلب لم يوف بالشروط التي جاءت بالمـــادة sec. 80b-3 (e) من ذات القانون والمنوه عنها فيما سبق[١].

وقف التسجيل:

إذا ما تراءى للجنة أن عملية الوقف أو التقدير أو التعليق للأنـــشطة والأعمال والوظائف التي يقوم بها مستشار الاستثمار في الصالح العام يمكن للحنة أن توقف تسجيل هذا المستشار. ولو زادت المخالفات يمكنها إبطال هذا التسجيل سواء فيما يتعلق بمستشار التداول والاستثمار في الأوراق المالية أو أي شخص آخر مرتبط به[٢].

ويكون ذلك لانتهاكه نصوص القانون أو حضه للغير علـــى مخالفـــة القانون بتقديم مشورة وخصوصا قانون الأوراق المالية الصادر سنة ١٩٣٣م وقانون تداول الأوراق المالية الصادرة سنة ١٩٣٤م أو أي قـــانون أجنبـــي مماثل له.

أو إذا أدين بجنحة أو جناية في العشرة سنين السابقة على التسجيل أو بعد التسجيل حتى لو صدر الحكم بواسطة محكمة أجنبية[٣].

الطعن في قرارات اللجنة:

طبقا للمادة sec – 80b – 13 من نفس القانون، يمكن لأي شخص أو خصم ظلم عن طريق قرار أصدرته اللجنة بموجب هذا البند أن يستأنف هذا القرار في أي محكمة استئناف في الولايات المتحدة وفي أي دائرة قـــضائية يقطن بها هذا الشخص أو حيث يمارس أعماله أو في محكمـــة الاســـتئناف

---

(1) Sec. 80b–3 Registration of Investment Advisers (C).
(2) Sec. 80b–3 Registration of Investment Advisers (d) Investment Advisers.
(3) Sec. 80b – 3Regirtration of Investment Advisers (e).

بالولايات المتحدة الخاصة بإقليم كولومبيا، عن طريـق إحالـة ذلـك لتلـك المحكمة في خلال ستين يوما من إصدار هذا القرار، ويقوم بعد ذلك كاتـب المحكمة بنقل نسخة من هذا الاستئناف على وجه السرعة إلى عـضو مـن أعضاء اللجنة أو أي موظف تنتدبه اللجنة لأداء هذه المهام. وبناء عليه تقوم اللجنة بتسليم المحكمة ملف الدعوى التي تم التظلم منها بنـاء علـى المـادة (٢١٢) من هذا التشريع[١].

في مصر:

تنص المادة ١٣٣ من اللائحة التنفيذية لقـانون سـوق رأس المـال المصري رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢م على ضرورة التسجيل لكل شخص يـزاول أي نشاط من الأنشطة المتعلقة بمجالات الأوراق المالية، حيث تنص علـى

---

(1) Upon the filing of such petition such court shall have jurisdiction, which upon the filling of the record shall be exclusive, to affirm, modify, or set a side such order in whale or in part. No objection to the order of the commission shall be considered by the court unless such objection shall have been urged before the commission or unless there were reasonable grounds for failure so to do. The findings of the commission as to the facts, if supported by substantial evidence, shall be conclusive if is made to the court for leave to adduce additional evidence and it is shown to the satisfaction of the court that such additional evidence is material and that there were reasonable grounds for failure to adduce such evidence in the proceeding before the commission. The court may order such additional evidence to be taken before the commission and to be adduced upon the hearing in such manner and upon such terms and conditions as to the court may seem proper. The commission may modify its finding as to the facts by reason of the additional evidence so taken, and it shall file with the court such modified or new findings, which, if support by substantial evidence.

أنه: "لا يجوز مزاولة أي نشاط من الأنشطة المتعلقة بمجالات الأوراق المالية إلا بعد الحصول على ترخيص بذلك من الهيئة"[١].

كما تنص المادة ٢٧م من نفس القانون على أن لوزير الاقتصاد إضافة أي أنشطة أخرى تتصل بمجالات الأوراق المالية ويحددها الوزير بعد موافقة مجلس إدارة الهيئة.

وبناء على ذلك صدر قرار وزيرة الاقتصاد المصري والتعاون الدولي رقم ٦٣٢ سنة ١٩٩٦م والذي نص على إضافة نشاط تقييم وتحليل الأوراق المالية ونشر المعلومات وذلك بناء على موافقة مجلس إدارة الهيئة العامة لسوق المال بجلسته رقم ١١٢ بتاريخ ١٩٩٦/٨/١٩م كما أصدر وزير الاستثمار قراراً جديداً بتاريخ ٢٠٠٧/٤/٢٦م بإضافة نشاط الاستشارات المالية في الأوراق المالية ضمن مجالات الأوراق المالية المنصوص عليها في المادة ٢٧ من القانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢م، ويأتي هذا القرار علاجا لظاهرة انتشار الجهات والأشخاص الذين يقومون بأعمال الاستشارات المالية في سوق المال مع أن غالبيتهم لا يتمتعون بالخبرة التي تمكنهم من تقديم هذه الاستشارات مما قد يترتب عليه آثار سلبية على السوق والمتعاملين فيها[٢].

كما تجري محاولات في مصر لتسجيل شركات السمسرة التي تقدم الخدمة المتكاملة ومنها خدمة مشورة التداول، وذلك لإيجاد نوعية جديدة من سماسرة الخدمة المتكاملة في مصر، والذين يكون في استطاعتهم تقديم خدمة

---

(1) انظر المادة ٢ من قانون سوق رأس المال المصري رقم٩٥ لسنة ١٩٩٢م والتي تنص على: "يقصد في تطبيق أحكام القانون المرافق "بالهيئة" أو الجهة الإدارية أينما وردتا في هذا القانون ولائحته التنفيذية أو القانون رقم١٥٩ لسنة١٩٨١ ولائحته التنفيذية "الهيئة العامة لسوق المال".

(2) انظر: قرار وزير الاستثمار رقم ١٠١ لسنة ٢٠٠٧ الصادر بتاريخ ٢٠٠٧/٤/٢٢، المنشور في الوقائع المصرية عدد (٩٨) بتاريخ ٢٠٠٧/٥/٣.

الاستشارات والتداول للعملاء[1]. وحتى يظهر التميز بين شركة سمسرة تقدم كافة الخدمات ومنها الاستشارة وتراعي مصالحها الشخصية ومصالح العميل من جانب ومصلحة البورصة من جانب آخر وبين شركة سمسرة تكتفي بتنفيذ الصفقة فقط (سمسار الخصم)[٢].

وفي مجال وقف النشاط وتعليقه تنص المادة ٣٠ من قانون رأس المال المصري على أنه يجوز وقف نشاط الشركة (العاملة في مجال الأوراق المالية أيا كان النشاط) إذا خالفت أحكام القانون ولائحته التنفيذية أو قرارات مجلس إدارة الهيئة الصادرة تنفيذا له وإذا فقدت أي شرط من شروط الترخيص.

وليس من حق الهيئة العامة لسوق المال توقيع جزاءات جنائية ولكن عندما ترى أن هناك مخالفات فلها تحويل الملف للنيابة العامة[٣].

قواعد ممارسة المهنة:

هناك أعمال معينة يلتزم مستشار الاستثمار والتداول بعدم القيام بها، لأنها محظورة عليه وذلك سواء بطريق مباشر أو غير مباشر أو باستخدام وسائل البريد أو أي وسائل أخرى وهي كالآتي:

---

(1) انظر: جريدة الأخبار بتاريخ ٢٠٠٢/٩/٢٢، صفحة الاقتصاد.

(2) انظر: د/ صالح راشد الحمراني، مرجع سابق، ص٢٥٣، هامش ٢، والقرار الجديد لوزير الاقتصاد المنشور بجريدة المصري اليوم الصادرة في ٢٠٠٧/٤/٢٦م ساعد على إنشاء قاعدة بيانات تضم المستشارين الماليين المشتغلين والمقيدين بالهيئة حتى تتمكن الشركات الأخرى العاملة في السوق من الاستعانة بمن تريد منهم وقت الحاجة.

(3) انظر: جريدة الأهرام بتاريخ ٢١ أبريل ٢٠٠٦م ص٧ اقتصاد، مقال بشأن إضافة باب جديد للائحة التنفيذية لسوق المال المصري، حظر التلاعب في البورصة واستغلال المعلومات.

رعاية أو امتلاك الأموال أو السندات المالية من العملاء:

أي مستشار تداول واستثمار في الأوراق المالية يكون له سلطة اتخاذ إجراء مباشر أو غير مباشر بالبيع أو الشراء فيما يتعلق بأموال وسندات عميل ما، وبعد ما يقوم به خداع واحتيال ... ما لم يلتزم بالآتي:

١ـ أن يلتزم بأن تكون سندات العميل معزولة ومحفوظة في مكان آمين من الدمار والخسارة.

٢ـ أن تحفظ أموال العملاء في حسابات في بنك واحد أو أكثر ويحتوي هذا الحساب على أموال العملاء فقط.

٣ـ مثل هذه الحسابات تودع باسم مستشار التداول والاستثمار كوكيل أو وصي عن العملاء.

٤ـ على مستشار التداول والاستثمار الاحتفاظ بسجل يكتب فيه هذه الحسابات والبنك المودع فيه وعنوانه وكذلك الإيداعات التي تمت في هذا الحساب وتواريخها والسحب من هذا الحساب وتاريخه.

٥ـ مستشار التداول يلتزم فوراً بعد قبوله رعاية الأموال والسندات المالية لأي عميل عليه أن يبلغ وينبه العميل كتابة بأي تغيير في مكان وأسلوب وزمان إدارة مثل هذه الأوراق والسندات المالية، وعليه أن يرسل بيان مفصل للعملاء على الأقل كل ٣ شهور ويشمل هذا البيان كل الديون والاعتمادات والصفقات التي تمت في حساب مثل هذا العميل في هذه الدفاتر ويستثنى من هذه الأحكام سمسار التداول الذي يقدم خدمات الاستشارات الخاصة بالتداول، حيث أنه خاضع لالتزامات مماثلة وأشد بفعل قانون تداول الأوراق المالية الأمريكي الصادر سنة ١٩٣١م[1].

---

(1) Rule 206 (4) – 2 Custody or Possession of Finds or Securities of Clients. http://www.market.counseul.com/Public/ref/206/htim.

المعلومات المالية والتاديبية التي يلتزم أن يكشفها مستشار التداول والاستثمار لعملائه:

يلتزم مستشارو التداول والاستثمار في الأوراق المالية أن يكشفوا لعملائهم حقيقة مركزهم المالي إلى الحد المعقول الذي من المحتمل أن يضعف قدرة المستشار على الإيفاء بالتزاماته التعاقدية إلى العملاء المستثمرين في الأوراق المالية، وذلك إذا كان مستشار التداول يقوم برعاية الأوراق المالية للعميل، وكان أجر تقديم استشارات التداول يزيد عن ٥٠٠ دولار يدفعها العميل لمستشار التداول(١).

كما يلتزم أن يعلم العميل بأي حدث قانوني أو تأديبي يؤثر على تقييم قدرة مستشار التداول والاستثمار في الأوراق المالية للإيفاء بالتزاماته التعاقدية للعميل(٢).

كما يلتزم كل مستشار تداول أن يكشف للعملاء أي ديون مدنية ضده في محكمة السلطة القضائية والتي أدين فيها مستشار التداول أو اعترف بالتهمة الموجهة له سواء كانت جنحة أم جناية أو أي جريمة تنسب للمستشار وتتضمن عملاً متعلقاً بالاستثمار شابه الاحتيال أو تقديم بيانات خاطئة للعملاء أو رشوة أو تزييف أو ابتزاز(٣).

ويتطلب أن يتم كشف هذه لمعلومات للعملاء فوراً وللعملاء الموقعين قبل ٤٨ ساعة من تنفيذ عقد تقديم مشورة التداول والاستثمار سواء كان هذا العقد مكتوباً أو شفهياً، وللعميل الحق في إنهاء هذا العقد في خلال خمسة أيام

---

(1) Section 206 (4)–4 Financial and Disciplinary Information that Investment Advisers Must Disclose to Clients.

(2) انظر : مرجع السابق، Section 206(4) – 4 (a).

(3) انظر: مرجع سابق، Section 206(4) – 4(b)

عمل من تاريخ التوقيع على العقد[1]. إلا أنه من الأفضل إدراج هذه التعهدات والالتزامات في عقد تقديم مشورة التداول حيث يمكن أن تحقق هدفاً إعلامياً للعميل بالرغم من وجود هذه القواعد في القانون الأمريكي والذي يفرض كل هذه الالتزامات دون الحاجة لاتفاق الأطراف عليها.

أما المشرع المصري فيكتفي بالقواعد الخاصة في قانون سوق رأس المال رقم ٩٥ سنة ١٩٩٢م وما ورد في لائحته التنفيذية والصادرة تحت رقم ١٣٥ لسنة ١٩٩٣م وبما ورد في القواعد العامة في التقنين المدني المصري[2].

المطلب الثاني

احتراف المستشار

احتراف المستشار يقتضي أن يتركز نشاطه المعتاد على إبرام عقود المشورة بشأن الاستثمار والتداول في الأوراق المالية وتنفيذه.

وعلى ذلك يجب أن يكون مستشار تداول الأوراق المالية ممارساً للمهنة بصفة منتظمة على وجه الاعتياد وبمقابل مادي، وبناء عليه لا يجوز التسجيل لشخص أو شركة كمستشار تداول إذا كان ممارساً لمهنة أخرى تتعارض مع تقديم الاستشارات للعملاء بشأن تداول الأوراق المالية في السوق الأولي (الإصدار) والسوق الثانوي (التداول)، وذلك حماية لحياد

(1) انظر: مرجع سابق، Section 206(4) – 3 (c)

(2) حيث تنص المادة ١٤٨ مدني مصري على ضرورة وجوب تنفيذ العقد بطريقة تتفق مع حسن النية وتلزم المتعاقدين بكل ما هو من مستلزمات العقد وفقاً للقانون والعرف والعدالة، بحسب طبيعة الالتزام، إلا أنه من الممكن أن تدرج في العقد قائمة بالمستندات التي يلتزم كل من الأطراف بتقديمها للطرف الآخر.

المستشار وحتى لا يكون عرضة للتأثير عليه، وخصوصا أن عملــه دقيــق للغاية وله تأثيره المباشر على السوق.

وفي الولايات المتحدة الأمريكية لا يسمح قانون مستشاري الاستثمار للأشخاص الذين تنطبق عليهم المواصفات الآتية، العمل كمستشارين تــداول واستثمار في الأوراق المالية وهم:

موظف بنك[١] ــ محامي ــ محاسب ــ مهندس ــ أو مدرس (الذي تتعارض خدمته مع مهنته) ــ السمسار أو المستخدم الذي تتعارض خدمتــه

---

(1) في حالة تقديم الاستشارات الاستثمارية بشأن تداول الأوراق المالية بين العميل والبنك ويتم ذلك بناء على اتفاق بين البنك باعتباره أمينا للاستثمار وبين العميل المســتثمر، ويعتبر قسم أمناء الاستثمار هذا قسم منفصل عن البنك (مميز) ولذا يجوز أن يكــون مستشاراً لتداول الأوراق المالية، وقد عرف قانون مستشاري الاستثمار الصادر سنة ١٩٤٠م السابق الإشارة إليه في الولايات المتحدة القسم المنفصل عن البنك والــذي يعمل كمستشار تداول واستثمار في الأوراق المالية بأنه (A) هو ذلك القســم الــذي يكون تحت الإشراف المباشر للبنك عن طريق مراقب يعينه مجلس إدارة المصرف. ويــكون مسئولاً عن نشــاط الاستشارات الاستثمارية المقدمة للشركات الاستثمارية والذي يكون تحت الإشراف المباشر بواسطة مديرون يعينون بواسطة مجلــس إدارة البنك كمسئولين ومقدمين لأنشطة البنك الاستشارية الاستثمارية لشركة استثمار معينة أو أكثر.

- كل سجلات هذه الوحدة المنفصلة تبقى منفصلة وتكون سهلة الوصول إليه لفحــصها والمتعلقة (بنشاط الوحدة كمستشار استثمار)

Sec 80b – 2 definitions investment advisers act. Subchapter II. Op. cit.

- وفي العادة يتضمن الاتفاق بين البنك والعميل ثلاث نقاط رئيسية:

الأولى: تقييم متطلبات الاستثمار ونوع الأوراق المالية التي يرغب في التعامل فيها.

الثانية: أن ملكية الأموال والأوراق المالية المستثمرة لا تنتقل إلــى البنــك كــأمين استثمار وإنما تظل ملكا للعميل وهو ما يفرق هذه الخدمة عن العمليات الاســتثمارية نفسها حيث تكون الأموال والأوراق المالية في حيازة أمين الاستثمار، ولذلك فالبنك بصفته مستشاراً للعميل فيما يتعلق بالاستثمار فــي الأوراق الماليــة يقــوم بتقــديم استشارات ونصائح للعميل، إما بالبيع أو الشراء للأوراق المالية، ثم للعميل حريــة قبول أو رفض هذه الاستشارات للبنك كأمين استثمار.

==(ما بعده)

مع مهنته[١] الناشر في أي جريدة أو مجلة أخبار أو مجلة مختصة بـالأمور المالية والاقتصادية العامة.

وبناء عليه لا يجوز للعملاء طلب الاستشارات بشأن تـداول الأوراق المالية والاستثمار فيها من الأشخاص المذكورين سلفا[٢]. حتى وان كان لديهم الخبرة والمعرفة بالأسواق المالية. كما لا يجوز أن يتم تسجيلهم كمستشاري تداول واستثمار في الأوراق المالية.

وواضح لماذا المشرع في الولايات المتحدة استثنى هؤلاء من العمل كمستشاري تداول أوراق مالية واستثمار في الأوراق المالية ، وذلك لإمكان تعارض أعمالهم التي يقومون بها مع تقديم مشورة التداول للعملاء، كما أنهم غير ممارسين للمهنة بصفة منتظمة وهـؤلاء الأشـخاص عامـة معظـم استشارتهم ونصائحهم عبارة عن تحاليل ودراسات عامة تتم بـدون مقابـل للقراء والعملاء.

== (ما قبله) **الثالثة:** ضرورة خضوع حساب العميل المستثمر لرقابة البنك بصفته مستشاراً للاستثمارات وذلك حتى يتسنى له متابعـة أداء محفظـة الأوراق الماليـة للعميل ليل نهار والمبادرة باتخاذ التوصيات الفوريـة لمواجهـة عمليـات التغييـر المطلوبة.

انظر: سعيد محمد حسانين سيف النصر: مرجع سابق، ص٢٢٩.

(1) يمكن أن يتفق على أن يقوم الاستشاري بعملية التنفيذ بالبيع والشراء، ويحدث ذلك إذا كان السمسار (سمسار الخدمة المتكاملة) يبيع ويشتري الأوراق التي أوصـى بهـا كمستشار تداول، أو أمين الاستثمار الذي يعمل كمستشار تداول يقوم بطرح الأوراق المالية للاكتتاب فيها وذلك للشركات التي قدم لها الدراسة والاستـشارة فـي سـوق الإصدار وهنا في الحالتين يضع مستشار التداول الاستشارات المقدمة منه موضـع التنفيذ وعلى ذلك يتغير وضع الاستشاري وتتغير التزاماته، حيث يـصبح سمـسار ومستشار أوراق مالية.

Philippe Merle: contract de management et Organization des pouvoirs dan la socuete anayme, Dalloz 2-19

(2) Sec. 80b – 2 Difintions Subchapter II – Investment Advisers.

ومع ذلك لا يعني احتراف مستشار التداول لتقديم مشورة التداول بشان تداول الأوراق المالية انحصار نشاطه في هذا العمل فقط. فقد يكون لمستشار التداول نشاط آخر يحصل منه على مورد للرزق، ومع ذلك يحترف نشاط تقديم مشورة التداول ويبرم بشأنها عقود يتعهد بتنفيذها، ويجني مع ذلك فائدة مادية. ولكن بشرط عدم التعارض بين النشاطين فقد يكون مستشار التداول سمسار أوراق مالية أو محاضر في جامعة أو أي نشاط آخر لا يتعارض مع عمله كمستشار تداول ومن ثم يؤثر على حياده في تقديم المشورة.

في مصر:

توجب المادة ١٢٤ من اللائحة التنفيذية رقم ١٣٥ لسنة ١٩٩٣م لقانون سوق رأس المال المصري رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢م بأنه "يجب أن تتخذ الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية المنصوص عليها في القانون شكل شركة المساهمة أو شركة التوصية بالأسهم وبالتالي فلا مجال للكلام عن مستشار التداول الفرد، فيجب أن يكون مستشار التداول شركة، ثم تكوينها في أحد هذين الشكلين القانونيين.

وتنص المادة ١٣٣ من اللائحة التنفيذية رقم ١٣٥ لسنة ١٩٩٣م لقانون سوق رأس المال المصري رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢م بأنه: "لا يجوز مزاولة أي نشاط من الأنشطة المتعلقة بمجالات الأوراق المالية إلا بعد الحصول على ترخيص بذلك من الهيئة وتقيد الشركات المرخص بها في جدول خاص يعد بالهيئة (الهيئة العامة لسوق المال المصري) لهذا الغرض. وكل شركة تم الترخيص لها تحصل على شهادة بذلك يحدد فيها نوع الأنشطة المرخص بها وعليها أن تشير إليها في مكاتباتها.

ويجب أن تتأكد الهيئة من أعضاء مجلس الإدارة والمديرين وخبراتهم في هذا المجال المرخص به على النحو الذي يحدده مجلس إدارة الهيئة كما تتأكد أيضا من حسن سمعة مجلس الإدارة والمديرون مع تقديم ما يفيد أنه لم تصدر ضدهم أحكام بعقوبة جنائية أو جنحة ماسة بالشرف(١).

وإذا كانت الشركة قائمة (مثل شركات السمسرة في الأوراق المالية) وتريد التقدم للحصول على ترخيص مزاولة النشاط من الهيئة، فيجب عليها قبل الحصول على الترخيص بمزاولة النشاط إجراء التعديلات اللازمة على نظمها الأساسية بما يتفق وأحكام القانون والقرارات الصادرة تنفيذا له والعرض على الأجهزة المختصة بها ووفقا للأوضاع والإجراءات المقررة بتلك النظم(٢).

كما تنص المادة ٢٢٦ من اللائحة التنفيذية لسوق رأس المال المصري رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢م على أنه: "لا يجوز للشركة (السمسرة) أن تعلن عن وجود وحدات بحثية لديها أو القدرة على القيام بدراسات فنية متعلقة بالأوراق المالية ما لم يتوافر لها ذلك بالفعل، وذلك تأكيدا لوجود الاحتراف".

كما تنص المادة ٢٥٨ من اللائحة التنفيذية لذات القانون: "... لا يجوز للشركة أن تقدم لعملائها النصيحة عن بيع أو شراء أوراق مالية ما لم تكن قد توافرت لديها أبحاث عن هذه الأوراق أو عن السوق تبرر تقديم مثل هذه النصيحة، وفي جميع الأحوال لا يجوز لغير العاملين أو المديرين

---

(1) انظر: مادة ٣٥ من اللائحة التنفيذية رقم ١٣٥ لسنة ١٩٩٣م لقانون سوق رأس المال المصري رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢م.

(2) انظر: من مادة ١٢٠ إلى مادة ١٣٩ من اللائحة التنفيذية لسوق رأس المال المصري، مرجع سابق.

المتخصصين في الشركة تقديم مثل هذه النصيحة"، وذلك حتى تصدر من أشخاص محترفين في هذا العمل.

وتنص المادة ٦٧ من قانون سوق رأس المال المصري على أن يعاقب بغرامة لا تقل عن ألفي جنية ولا تزيد على عشرة آلاف جنية كل من يخالف أحد الأحكام المنصوص عليها في اللائحة التنفيذية لهذا القانون، مع عدم الإخلال بأية عقوبة أشد منصوص عليها في قانون آخر، وتنص مادة ٦٩ أيضاً من نفس القانون على أنه: "يجوز فضلاً عن العقوبات المقررة للجرائم المنصوص عليها في المواد السابقة الحكم بالحرمان من مزاولة المهنة أو يحظر مزاولة النشاط الذي وقعت الجريمة بمناسبته وذلك لمدة لا تزيد على ثلاث سنوات، ويكون الحكم بذلك وجوبياً في حالة العود".

المبحث الثالث

المساعدون المرتبطون بمستشار التداول

شخصيتان:

الشخص الأول وهو الذي يعمل لدى مستشار التداول والاستثمار، في قانون مستشاري التداول والاستثمار في الولايات المتحدة مثل الشريك، والموظف والمدير لنشاط تقديم المشورة للعملاء، ويتحكم مستشار التداول والاستثمار في هؤلاء الأشخاص كموظفين عنده أو مرتبطين به وذلك بطريق مباشر وغير مباشر ومهمتهم مساعدة مستشار التداول والاستثمار في عمله ويمكن في بعض الأحيان أن يؤدوا نفس عمله[١].

وهناك شخص الوكيل أو النائب لمستشار التداول والاستثمار والذي يفتح فرع أو مكتب لمستشار التداول في ولاية أخرى أو مكان آخر بعيداً عن مستشار التداول وباسمه. هذا هو الشخص يكون مراقباً ومهيمناً على عمله بواسطة مستشار التداول الذي فتح الفرع باسمه. وذلك في أعماله واستشاراته المقدمة للعملاء. ويقدم له مشورة التداول والاستثمار الموافق عليها من قبل مستشار التداول والاستثمار، كما أن هؤلاء الوكلاء يمكن أن يقوموا بعمل آخر لمستشار التداول وهو الإعداد والتجهيز للعملاء والاستشارات للمستشار إن طلب منهم ذلك[٢].

وهؤلاء الأشخاص الوكلاء لمستشار التداول بخلاف الأشخاص السابقين الذين يعملون مع مستشار التداول. يجب أن يسجلوا ويحصلوا على ترخيص بالعمل لدى وكالة الأوراق المالية في الولاية التي يعملون بها

---

(1) Sec. 80b-2 Definitions Investment Advisers Act.

(2) http://www.sec.gov/investor/brokers.htm. Office of Public Reference Rome 1580. Washington, D.C.

والتابعون لها، وذلك حتى يتمكنوا من التعامل مع العملاء بالنيابة عن مستشار التداول والاستثمار وعامة يجب على الذي يريد أن يصبح مستشار تداول واستثمار في الأوراق المالية أن يقدم استمارة لتسجيل نفسه لدى اللجنة (SEC) ويحدد بجانب اسم البلد الذي ينوي العمل به وموقع الفرع الرئيسي والفروع الأخرى، ويحدد أسماء وعناوين شركاء وموظفي ومديري الشركة والأشخاص المؤدون وظائف مشابهة (الوكلاء).

أما لو كان هذا المستشار يعمل بمفرده فقط بدون وكلاء أو شركاء فعليه فقط أن يذكر أسماء الموظفين العاملين معه وهم الأشخاص الذين ذكرناهم أولا[١].

ويمكن إبطال عملية التسجيل كمستشار تداول استثمار في الأوراق المالية إذا ثبت عدم جدارة مستشار التداول ومخالفته شروط القانون وكذلك أي شخص يرتبط به طبقا لأحكام قانون مستشاري الاستثمار من هذه المادة[٢].

في مصر:

اشترط القانون على الشركات (السمسرة) التي تقدم المشورة للعملاء بشأن التداول أن تصدر هذه المشورة من المدير أو العاملين المتخصصين في هذا المجال وذلك بناء على أبحاث يقوموا بها أو يحصلوا عليها من مصادر معروفة ولا يجوز أن تقدم مشورة تداول من هؤلاء المتخصصين إلا إذا توافرت أبحاث لديهم سواء أعدت بواسطتهم أو تم الحصول عليها من

---

(1) Dec. 80b-3 Registration of Investment Advisers Investment Advisers ® Procedure For Registration (1).

(2) Sec. 80b-3 Registration of Investment Advisers Procedure for Registration (F).

الجهات المعروفة، ولا يجوز أن تصدر استشارات تداول ونـصائح متعلقـة بهذا الأمر إلا من هؤلاء العاملين المتخصصين فقط[1].

وعامة لا يجوز مزاولة أي أنشطة متعلقة بالأوراق الماليـة إلا بعـد الحصول على ترخيص بذلك من هيئة سوق المال المصري. والقيد بالـسجل المعد لهذا الغرض[2].

ويضع مجلس إدارة الهيئة نموذج الترخيص وبيانات التسجيل وعلى رئيس الهيئة وقف أي نشاط خاضع لأحكام هذا القانون إذا تمت مزاولته دون ترخيص ويجوز أن يتضمن قرار الوقف غلق المكان الذي تتم مزاولة النشاط فيه بالطريق الإداري[3].

---

(1) انظر: مادة ٢٢٣ ، ٢٥٨ ، ٢٢٦ من اللائحة التنفيذية رقم ٣٥ لسنة ١٩٩٣ لقـانون سوق رأس المال المصري، مرجع سابق.

(2) انظر: مادة ٢٨/٢٧ من قانون رأس المال المصري، مرجع سابق.

(3) تنص المادة ٢٧ من قانون سوق رأس المصري رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢م علـى أنـه: "تسري أحكام هذا الباب علي جميع الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية ويقصد بها الشركات التي تباشر نشاطاً أو أكثر من الأنشطة التاليـة: أ ـ تـرويج وتغطيـة الاكتتاب في الأوراق المالية. ب ـ ..... ج ـ رأس المال المخاطر .... و ـ السمسرة في الأوراق المالية..... ويجوز للوزير بعد موافقة مجلس إدارة الهيئة إضافة أنشطة أخرى تتصل بمجال الأوراق المالية".
وقد تم إضافة نشاط تقييم وتحليل الأوراق المالية ونشر المعلومات عن الأوراق المالية بقرار وزير الاقتصاد والتعاون الدولي رقم ٦٣٢ لسنة ١٩٩٦م وذلك للأنشطة التـي يمكن أن تباشرها الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية والواردة في المادة ١٢٠ من اللائحة التنفيذية للقانون السابق، وأحكام والمواد رقـم ٢٢٢، ٢٢٣، ٢٢٥، ٢٢٦، ٢٤٨، ٢٥٨، ٢٥٩، من قانون سوق رأس المال واللائحة التنفيذية الصادرة بـشأنه، كما أصدر وزير الاستثمار قراراً بإضافة نشاط الاستـشارات الماليـة عـن الأوراق المالية في مجال الأوراق المالية في المادة ٢٧م من قانون سوق رأس المال رقـم ٩٥ لسنة ١٩٩٢م وطبقًا للقرار الجديد فإن الحد الأدنى لرأسمال الشركات التي يرخص لها بمباشرة هذا النشاط سيكون ٢٥٠ ألف جنيه مدفوع بالكامل.. انظـر: قـرار وزيـر الاستثمار رقم ١٠١ الصادر بتاريخ ٢٠٠٧/٤/٢٢م، مرجع سابق.

الفصل الثاني

العميل المستثمر

العميل:

لا شك أنه حدث في السنوات الأخيرة تطور كبير في نوعية العملاء الطالبين للاستشارات بشأن الأوراق المالية بحيث أنه لم تعد الاستشارات يطلبها الأفراد فقط، وإنما امتدت أيضًا للشركات والهيئات وصناديق الاستثمار في الأوراق المالية والتي يديرها متخصصون، وذلك كله نتيجة للوعي بأهمية الاستشارات في سوق الأوراق المالية سواء الأولي أو الثانوي وأن الدخول في البورصة (سوق الأوراق المالية) بدون استشارة متميزة من مستشار يتمتع بالحنكة والدراية والموهبة أيضًا يعد انتحارا ماليا للعميل سواء كان شخصا معنويا أم طبيعيا، كما أن الهيئات والشركات أصبحت لا تقوم بالتفكير حتى في إصدار أوراق مالية جديدة أو طرحها للبيع في السوق الأولي (الإصدار) ما لم تحصل وتطمئن إلى استشارة تحضها على ذلك وتبين لها الطريق سواء من ناحية نوعية الورقة التي تم إصدارها أو طريقة تداولها في السوق الأولي أو الثانوي وميعاد هذا التداول وكيفيته وأفضل الطرق لذلك.

وسنقسم هذا الفصل إلى مبحثين:

المبحث الأول- دوافع العميل.

المبحث الثاني- أنواع العملاء.

المبحث الأول

دوافــــع العميل

دافعان:

تتباين دوافع العميل، إلا أن معظمها يدور في إطار تعظيم الربحية (الدافع الاقتصادي)، هذا إلى جانب دوافع أخرى وأهداف أخرى يسعى العميل إلى تحقيقها من وراء طلب مشورة التداول والاستثمار في الأوراق المالية وهو ما يسمى بالأهداف الفرعية، ونعرض فيما يلي للدافع الرئيس لإبرام العميل لعقد تقديم المشورة بشأن تداول الأوراق المالية، ثم نعرض للدوافع الفرعية الأخرى:

المطلب الأول

الدافع الاقتصادي

تعظيم الربحية الدافع الرئيس للعميل:

يعد الدافع الأساسي للعميل من وراء الدخول في عقد تقديم الاستشارات بشأن تداول الأوراق المالية معروف وهو الدافع الاقتصادي (تعظيم الربحية) وهو بلا شك دافع مشروع ـ ويتبلور ذلك في استخدام أمواله المستثمرة في الأوراق المالية لتحقيق أقصى ربحية منها[١]. وهو يعني

---

(1) ويمكن قياس مدى ربحية الأوراق المالية عن طريق أسعار الأوراق المالية بالإضافة إلى ما يعرف بـ(أداء الاستثمار) للشركة ويعد (سجل الاستثمار) كمؤشر ملائم لمدى الربحية يضاف لأسعار الأوراق المالية.

وتعرف القاعدة 206 Section من قانون مستشاري الاستثمار في الولايات المتحدة كل من "أداء الاستثمار "Investment performance لأي شركة استثمار خلال أي فترة زمنية بأنه: سوف يعني:

===(ما بعده)

استخدام كل أموال العميل المتاحة (أي الراغب في استثمارها في الأوراق المالية) بحيث يمكن الوصول إلى أقصى ربح ممكن مع المحافظة على الاستثمار بعدم تعريضها لمخاطر عالية وخفض التكاليف إلى أدنى حد ممكن

ولا شك أن تحقيق أقصى درجات الربحية للأموال المستثمرة في الأوراق المالية ينعكس أثره على العميل المستثمر نفسه وعلى المشروعات والشركات مصدرة الأوراق المالية وعلى اقتصاد الدولة ككل المستثمر فيها هذه الأموال.

ولكن لا يفهم من ذلك أن هدف الربح والذي يسعى إليه العميل ومن ثم مستشاره للتداول هو الهدف الوحيد فهناك كما ذكرنا أهداف أخرى فرعية تتوقف على نوعية العميل وأهدافه.

=(ما قبله) ١- مدى التغير والتبديل في قيمة صافي الأصل لكل سهم أثناء هذه الفترة الزمنية.

٢- القيمة في التوزيعات النقدية (Cash) لكل سهم تراكمت (تجمعت) حتى نهاية هذه الفترة الزمنية.

٣- قيمة الضرائب على الزيادة في قيمة رأس المال لكل سهم مدفوع أو واجب الدفع (مسدد أو يجب تسديده) على مكاسب رؤوس الأموال المستثمرة لأجل طويل والتي تراكمت بنهاية مثل هذه الفترة.

- أما "سجل الاستثمار Investment record" وهو مؤشر ملائم لأسعار الأوراق المالية لأي فترة زمنية فقد عرفته القاعدة Rule 2006 من قانون مستشاري الاستثمار بأنه سوف يعني:

١- مدى التغير في مستوى الرقم (البيان) أثناء مثل هذه الفترة الزمنية.

٢- والقيمة المحسوبة بدقة بالأرقام من التوزيعات النقدية والتي تمت بواسطة الشركات والتي أوراقها المالية تحتوي الإضافات التي جمعت خلال فترة زمنية محددة

- See. Section 206, investment advisory contracts rule 206. I definition (of investment performance of an investment company and "investment record" of an appropriate index of Securities prices.

ولا يعني ما سبق أن مستشار التداول والاستثمار في الأوراق المالية ملزم من قبل العميل بتحقيق نتائج معينة عند تقديم مشورة التداول ومن ثم التعامل على أي من الأوراق المالية أو ملزم بالتأكيد على صحة التوقعات والتنبؤات التي يقدمها للعملاء أو افتراض المكاسب التي سبق تحقيقها أو الإيماء بشيء من ذلك.

ففي باريس حكمت محكمة التجارة بحق أنه لا يوجد أي التزام بالنتائج يقع على كاهل شركة المشورة فمجرد فشل الدخول في البورصة وعدم الحصول على تمويل ليس كافيا في مثل هذه الأحوال لإثبات الخطأ(١).

وفي الولايات المتحدة الأمريكية، تنص القواعد والقوانين الفيدرالية (قانون مستشار الاستثمار) على أنه لا يجوز لأي ولاية أيًا كانت أن تسن قواعد وقوانين فعالة ونافذة تطلب من مستشاري الاستثمار تحقيق حد أدنى من الربح وذلك إذا كان مستشار الاستثمار والتداول في الأوراق المالية لديه رخصة أو تسجيل في هذه الولاية أو ليس لديه رخصة في الولاية ذاتها(٢).

ولكن لا يمنع ذلك من ضرورة الرقابة على أعمال مستشار التداول والاستثمار بالنظر في أرقام وأرباح المستثمرين المتعاملين معه والتي تم تحقيقها بواسطته كما هو موضح في القانون وفي سبيل ذلك ولتسهيل الأمر على المراقبين يلزم كل مستشار تداول واستثمار أن يقوم بعمل دفاتر يسجل فيها المتعاملين معه وأرباحهم التي تمت من خلاله وعليه الاحتفاظ بهذه الدفاتر وعرضها على هيئة رقابية تمر عليه وهو عمل ضروري للصالح العام وحماية المستثمرين كما يجب مراعاة مبدأ الملاءمة عند إصدار

---

(1) (V. En Sens. CA Paris, 28 Janv 2000 R.T.D. Com. 2000, 339, Obs. N. Rontchevsky) Rev. Trim. De droit. comercial. Dedroi. Commercial et de **Droit Economique,** Ct. Dec. 2000, p. 43.

(2) Sec. 80b-3 Registration of Investment Advisers (C), Investment Advisers.

الاستشارات الخاصة بالأوراق المالية ـ وهو يعد من أهم المبادئ في قوانين الأوراق المالية والذي وجد بأساليب متنوعة ومظاهر مختلفة في الولايـات المتحدة منذ تشريع هذه النظم كما سنرى[١].

كما يجب أن يكون مستعدا لأي اختبار أو امتحان يقوم بـه ممثلـو اللجنة وفي أي وقت وذلك حماية للمستثمرين المتعاملين معه وحماية للصالح العام[٢].

المطلب الثاني

الدوافع الفرعية للعميل

إذا كان الهدف أو الدافع الأساسي للعميل من وراء طلـب مـشورة التداول هو الدافع الاقتصادي إلا أنه يمكن اشتقاق أهداف أخرى فرعية منـه تختلف باختلاف العميل المستثمر نفسه، بل قد تختلف لدى العميل بـاختلاف الأوقات التي يمر بها. ومن هذه الأهداف ما يلي:

تحقيق أقصى دخل جاري أو تحقيق عائد جاري نـسبيا مـع زيـادة معقولة في قيمة رأس المال، أو تحقيق مكاسب رأسمالية في الآجل الطويل أو تحقيق أقصى نمو ممكن لرأس المال المستثمر في الأوراق المالية ومشتقاتها وكذلك حماية مصادر الدخل الأخرى من الضرائب.

---

(1) See. Lewis D. Lowfinfels and Alan R. Bromberg. The Business Lower August, 1999.

(2)Sec. 80b-4. Rports by Investment dvisors.

اللجنة: وهي اللجنة المختصة بعملية التداول والقائمة بالإشراف على الأوراق المالية.

"Commission" means the securities and Exchange Commission.

Sec. 80 b-2 definitions (IAA).

ودوافع العميل هذه يجب احترامها والعمل على تنفيذها بتقديم مشورة تجعل من هذه الأهداف إستراتيجية استثمار ملموسة وحقيقية وبإمكان تنفيذها من قبل سمسار التداول وإلا يعد مخالفا لشروط التعاقد، إلا إذا كان الوضع العام للاستثمار في الأوراق المالية لا يسمح بذلك في الوقت الراهن. ففي قضية مكتب (Eugen Palumbo, Jene Palumbo) ضد مكتب (Marvin Shulman) لإدارة الأعمال وخدمات المشورة بناء على النصيحة المقدمة للمدعى عليهم استثمروا أموال المدعين بمعرفتهم حصريا في شركات معينة ومحددة وهي تعرف بالمجموعة الأمريكية المحدودة لشركات (AFG) وهذا من خلال خدمات سمسار البورصة المسجل في الرابطة القومية للمتعاملين في الأوراق المالية مخالفين بذلك إستراتيجية الاستثمار التي تم الاتفاق عليها مما سبب خسائر للمكتب المدعي، حيث إنها استثمارات عديمة القيمة مما يعني أن المدعين أخلوا بواجب الثقة والأمانة المنصوص عليها بموجب قانون مستشاري الاستثمار. وقد رد مكتب إدارة الأعمال المدعي عليه في المؤتمر الذي عقد لحل النزاعات المتعددة التي أثارتها القضية وذلك قبل المحاكمة، بأن مخالفة إستراتيجية الاستثمار تم بناء على استشارة محترفين في النصائح الاستثمارية والذين أوصوا بمخالفة هذه الإستراتيجية الاستثمارية وقد قدم المدعي عليهم وعدا بإمداد المدعين ببيانات حساب الاستثمار وكل وثائق فتح الحساب (بين المكتب ومستشار التداول) والتي تدعم الإثباتات لدفاع المدعي عليهم(١).

(1) Eugen Palumbo. Gene Palmbo, Inc Employee Retirement Trust and Gene Palumbo, Inc., Plaintiffs Against, Marvin, Shulman, as Trustee of and Service Provider To, the Gene Palumbo, Inc., Employee? Retirement Truste-United Southern District Court For Southery of New York, `1998, M.S. Dist Lexis 11467. http://www.Lexis.com/researc. Retrien.

وقد كانت طلبات المدعين الأصلية هي الكشف عن بعض الوثائق التي تتعلق بالعملاء الذين يعدون طرفا في التعاقد لتحديد معنى الدخل الإجمالي. لذا فإن المحكمة منحت لمكتب المدعين عليه مطلبه في أمر الحماية وحظرت على المدعي الكشف عن أمور خاصة بالعملاء غير الأطراف في التعاقد بعد أن اقتنعت المحكمة أن الكشف عن هذه المعلومات هو أمر غير مبرر وغير مناسب.

المبحث الثاني

أنواع العمـــــــلاء

شخصيتان (طبيعي ـ معنوي):

قانون مستشاري الاستثمار في الولايات المتحدة الأمريكية الصادر سنة ١٩٤٠م لم يعرف العميل (الزبون) لمستشاري الاستشارات والتداول بصورة مباشرة وذلك في (Section 3. Rule 205)[1]، وإنما فرق في هذه المادة بين العميل الشخص الطبيعي والعميل الشخص المعنوي لمستشار الاستثمار والتداول في الأوراق المالية، وهذه القاعدة تعد ملجأ لتعريف العميل، ولكنها لم تضع تحديدا صارما للشخص (عميل مستشار الاستثمار) فهي لم تحدد من يجب أن يكون وهي موضوعة فقط لأجل غرض القاعدة (13 b-23) من القانون سالف الذكر وإن كان من خلالها أمكن معرفة أن هناك عميل شخصي طبيعي وعميل شخصي معنوي.

العميل شخص طبيعي (Eventual Person)

ويشمل المستثمر العادي في الأوراق المالية (الشخص الطبيعي) الذي يسعى لتكوين محفظة أوراق مالية خاصة به وقد يديرها بنفسه ويستعين في

---

(1) حيث تنص المادة (Rule 205 - 3 section – 3) عند تعريفها للعميل على:

Exeimption from the compensation Prohibition of Section 205(1) for investment advisers (d) definition for the purposes of this section (1) the term qualified client) means.

I) Natural Person who or a company that immediately after entering into the contract has at least investment adviser.

II) Natural Person who or a company that the investment adviser entering into the control belives immediately prior to entering into the contract either.

A) Has not worth (together in the case of a Natural Person).

ذلك بمستشار الاستثمار والتداول في الأوراق المالية الذي هو على دراسة ومعرفة بسوق الأوراق المالية لتعويض نقص المعرفة والخبرة لديه سواء كان هذا المستشار سمسارًا أم بيت خبرة أم مستشار فردًا أم بنك.

وهذا المستثمر العادي، قد يكون مستثمرًا طويل الأجل في الأسهم والسندات، حيث يسعى للحصول على عائد من أسهمه وسنداته دوريا وبصفة منتظمة. وقد يكون مضاربًا (يسعى للحصول على أرباح سريعة من بيع وشراء الأوراق المالية حسب السوق دون انتظار للعائد الموضوع لها). وفي كل الأحوال هو في حاجة لمشورة تداول وإن اختلفت الأهداف لكل منهما.

وقد يكون العميل المتعاقد مع مستشار التداول هو المستخدم النهائي للاستشارة وقد يكون عميل مباشر مع المستشار ويعد هنا مجرد معاون لهذا العميل النهائي يتوسط بينه وبين مصدر الاستشارة[١]. بعبارة أخرى قد يقوم العميل بنقل استشارة الأوراق المالية إلى عميل آخر يبيع ويشتري في الأوراق المالية أو قد يكون هذا العميل الآخر لا يرغب في الظهور أمام المستشار صراحة فيجعل غيره يتعاقد معه الذي بدوره يقوم بنقل المشورة

---

(1) انظر: قضية:

- Eugene Palumbo, GENE LALUMBO, Inc., Employee Retirement Trust, Plaintifis – Against – Marvin Shulman, Inc., Business Management, as Trusfee of and Service Provider to.
  United state District Court for the Southern Distri J of New York 97, Civ. 4314 (JGK) (KNF).
  http://www.Lexis/com/research/retricene?

حيث أن مارفن شولمان المدعي عليه في هذه القضية استعان بمستشارين محترفين لصالح جين بالمبو، وذلك لتحديد نوع الاستثمارات التي سوف يقوم بها لصالحه – وطولب بالكشف عن هؤلاء المحترفين الذين تعهد بالاستعانة بهم لاتخاذ القرارات الاستشارية التي تخص المدعي.

إليه، مثل أن يجعل سمسار التداول يتعاقد مع المستشار باسمه وصفته لصالحه.

والوسيط: هو العميل المباشر قد يتحمل عن المستخدم النهائي لاستشارة التداول مهمة التوقيع على العقد باسمه ولصالحه فلا يوجد لزوم لتوقيع المستخدم النهائي على عقد الاستشارة حيث يتحمل عنه العميل المباشر عبء ذلك.

العميل شخص معنوي:

ويشمل الشركات التي ترغب في طرح أوراق مالية جديدة أو الراغبة في دخول البورصة لأول مرة أو التي تدخل كبائعة ومشترية لأوراقها المالية الخاصة بها أو الخاصة بهيئة أو شركة أخرى.

كذلك يعتبر عميلاً صندوق الاستثمار الراغب في رفع مستوى أداء خدماته والترقي في أداء وظائفها باللجوء إلى المستشارين المتخصصين في التداول وخصوصا سماسرة الخدمة المتكاملة، وذلك بفتح حساب من نوع خاص مع شركة السمسرة يسمى حساب (عقد) الاستشارة أو النصح وعادة يفتحه العملاء الذين يعانون من صعوبات في إدارة استثماراتهم(١).

(1) Wiley John and Man Jordan Elliot, "Finances and Investment Handbook, Barvone", New York, 5th Edition, 1998, p. 280, 437.

الباب الثاني

أركان العقــــــد

ويحتوي على ثلاثة فصول:

تمهيـد: العقـد عنـد الإبـرام

الفصل الأول ـ الرضا في العقــد

الفصل الثاني ـ محل العقــــد

الفصل الثالث ـ الســــبب

الباب الثاني

أركان عقد تقديم الاستشارات بشأن تداول الأوراق المالية

العقد عند الإبرام:

يتميز عقد تقديم الاستشارات بشأن تداول الأوراق المالية والاستثمار بها عامة بكونه عقداً رضائياً ولهذا فإن تبادل الأطراف للتعبير عن الموافقة على إبرام العقد يعتبر الخطوة الأولى. ويجمع الفقه على أن الاتفاق على العناصر الموضوعية للعقد أمر ضروري لقيام العقد. وأن تخلف هذا الاتفاق يمنع قيام العقد بصرف النظر عن مدى الأهمية الذاتية لهذه العناصر لدى أحد المتعاقدين أو لكليهما، فهذه مسألة تتعلق بالتركيب الفني للعقد وهي تشكل العملية القانونية التي يرمي العقد إلى تحقيقها(١).

ونظراً لما تتميز به عمليات التداول في البورصة من سرعة. كذلك الاستشارات الخاصة بالتداول. فقد ظهرت نماذج العقود التي تضم المبادئ الأساسية لعقد تقديم الاستشارات بشأن تداول الأوراق المالية وخصوصا في الولايات المتحدة الأمريكية وتتضمن الحلول للعديد من المشكلات التي قد تواجهه، وغالبا ما يبرم الأطراف العقد عن طريق التوقيع على هذه النماذج (العقود النمطية) مثال على ذلك: نماذج فتح حساب الاستشارة لدى سماسرة الخدمة المتكاملة في الولايات المتحدة.

---

(1) V. Ghestin: Droit Civil, Le contrat, no-225 P. 172, These Paris (L.G.D.J.) Librairie General De droit et de Jurisprudence, 1970.

وانظر: أ.د/ محمد إبراهيم الدسوقي، مرجع سابق، ص ٣٤.

وبعد إبرام عقد تقديم الاستشارات بشأن التداول تأتي مرحلة التنفيــذ للالتزامات التي يفرضها العقد على أطرافه، والتي يجب الاتفاق عليها سلفا، وتعد من العناصر الموضوعية في العقد والتي لا يقوم بغير الاتفاق عليهــا. فكل من يزمع الدخول في عقد مع الغير يهمه أن يعرف أولا مدى الالتزامات التي تترتب في ذمته نتيجة لهذه العلاقة العقدية ويزود أطراف عقــد تقــديم الاستشارات بشأن تداول الأوراق المالية بعدد من الآليــات القانونيــة التــي تضمن تنفيذ تلك الالتزامات.

وتفصيلا لما تقدم سنقسم هذا الباب على النحو التالي:

الفصل الأول ـ الرضا في العقد.

الفصل الثاني ـ محل العقد.

الفصل الثالث ـ السبب.

الفصل الأول

الرضـــــا

المفاوضات الأولية:

يمر إبرام عقد تقديم الاستشارات بشأن تداول الأوراق المالية بـــأكثر من مرحلة، بدءا من تفاوض الأطراف على المبادئ الأساسية الجوهرية للعقد ومرورا بمرحلة الاتفاق النهائي تمهيدا لركن الرضا، وانتهاء بمرحلة تبـــادل الوثائق.

وعلى ذالك غالبًا يسبق وجود الرضا مرحلة من المفاوضات تتضمن تفاهم الأطراف على الأمور الأساسية في المعاملة، مثل محـــل الاستـــشارة والمتمثل في نوع الأوراق المالية المراد تقديم الاستشارة بشأنها، وهل يريـــد استشارة لشراء أوراق مالية أم طرح أوراق مالية جديدة للتداول. وسعر هذه الأوراق المستهدف ومقدارها والبيع والشراء هل سيكون فوريًا أم آجلا.

وتبدأ مرحلة المفاوضات بطلب أو دعوة يوجهها العميل عادة للطرف الآخر مستشار التداول، وقد تكون هذه الدعوة شفاهة سواء وجها لوجـــه أو عن طريق الهاتف، أو كتابة مباشرة، مثل الطلب الذي يقدمه العميل للبنـــك كمستشار تداول (أمناء الاستثمار) أو لبيوت الاستشارة ويمكن أن يقدم الطلب عن طريق الفاكس أو البريد الإلكتروني. وذلك بقصد التفاهم على المـــسائل الأساسية في المعاملة. وهذه المفاوضات تعد عملا ماديا لا يترتب عليه أيـــة آثار قانونية ويتمتع كل طرف بالحرية في قطع المفاوضات في الوقت الـــذي يريده ودون تعرضه لأية مسئولية، أو يطالب ببيان السبب المبرر لعدوله عن المفاوضة، لأن مبدأ حرية التعاقد لا يستلزم بالضرورة التوصل لاتفاق.

ولكن يجب الأخذ في الاعتبار أن مبدأ حسن النية يوجب عدم التعسف في استعمال الحق في قطع المفاوضات في الوقت الذي يريده[١]. وبناء عليه يعد مسئولا عن تعويض الضرر الناتج عن سلوكه كل من يضع فجأة حـدا للمفاوضات وخصوصا إذا تمت بعد اتصالات ودراسات مكلفة والاسـتعانة بأشخاص معاونين لمستشار التداول لإنجاز المهمـة ممـا يـوحي بقـرب الاتفاق[٢]. إلا إذا كان قطع المفاوضات راجعا إلى وصولها لطريق مسدود لا يمكن معه الوصول إلى أي اتفاق مع العلم أن المفاوضات السابقة على التعاقد ليست لازمة لصحة العقد[٣]. فقد يقوم العقد بين طرفيه دون أية مفاوضـات حول الحقوق والالتزامات. وتتمثل هذه الصورة في عقدنا محل الدراسة عند فتح العميل لحساب استشارة مع شركة السمسرة ذات الخدمات المتكاملة حيث يوافق على شروط فتح الحساب النمطية دون تفاوض عليها.

ونقسم هذا الفصل على النحو التالي:

المبحث الأول- التعبير عن الإرادة وصحته.

المبحث الثاني- الأهلية.

---

(1) نقض مدني ١٩٦٧/٢/٩٢، مجموعة القواعد، سنة ١٨، جزء١، ص٣٣٤.

(2) V. Flour (J), et AuBERT (J.L.): Droit Civil, Les Obligations, Vol. I, L'acte Juridique, 1975, Vol. 2, Le Fait Juridique, 1981, Collection Armand Colin. Paris, No. 153.

(3) Weill (A) et TERRE (F): Droit Civil, Vol. I, Interoduction General, 4ed, 1979, Les Obligation, 3ed, 1980, Precis Dalloz, Paris.

المبحث الأول

التعبير عن الإرادة وصحته

لعقود تقديم المشورة بشأن التداول سمات عند الانعقاد. بعضها يتعلق بالطابع الرضائي لهذا العقد (المطلب الأول)، والبعض الآخر يتعلق بكونهـا عقود مساومة (المطلب الثاني).

المطلب الأول

عقود رضائية

يتم الاتفاق على هذا العقد عامة بمجرد تبادل طرفيه للإيجاب والقبول بأي شكل[١] وغالبا ما يتم ذلك عن طريق الهاتف أو البريد الإلكتروني، بينما يعد العقد نفسه منعقدا بشكل نهائي لحظة التوقيع على العقود النموذجية التي وضعتها شركات السمسرة الكبرى المتخصصة. أو لحظة تبادل التأكيدات عن طريق الفاكس أو التلكس.

ولا يؤثر وجود الوثائق المكتوبة على صيغة العقد فيحوله من عقـد رضائي إلى عقد شكلي، فانعقاد عقد تقديم المشورة لا يتطلب أية إجـراءات إضافية إلى جانب التراضي المكتوب الذي تجسده العقود النموذجيـة التـي وضعتها الجمعيات المختلفة أو شركات السمسرة المعروفة.

---

(1) انظر في معنى ذلك: أ.د/ عبد الناصر توفيق العطار: مصادر الالتزام، بدون تـاريخ نشر، رقم ٧ ص١٥.

وكذلك لا يؤثر تقديم جزء من المقابل للمستشار الخاص بالتداول في السمة الرضائية للعقد وتحويله إلى عقد عيني إذ يعد تسليم مقدم أتعاب مجرد تنفيذ التزام وليس ركنا من أركان العقد.

ويتميز عقد تقديم المشورة بشأن تداول الأوراق المالية بالسرعة الكبيرة في الانعقاد عن طريق وسائل الاتصال الحديثة[1]. خاصة مع توافر نماذج العقود والتلكسات السابق الإشارة إليها، لاسيما في حالة تكرار المعاملة بين نفس الأطراف (المستشار والعميل).

وغالبا ما لا يلتقي أطراف هذا العقد إلا لحظة التوقيع على الاتفاق إن تم بينهما لقاء، حيث تتم أغلبية هذه العقود بين أطراف متباعدين من حيث المكان أو الرغبة في عدم التعارف وهنا يتم التعاقد بواسطة الوسطاء. لذا يغلب في بعض الأحيان على هذا النوع من العقود طابع التعاقد بين غائبين.

المطلب الثاني

عقد تقديم المشورة بشأن الأوراق المالية

عقد مساومة

عقود المساومة والإذعان:

العقود عامة تقسم إلى عقود مساومة وعقود إذعان، ومعيار التقسيم يتجسد فيما إذا كان لطرفي العقد أن يناقشا شروطه بحرية، مناقشة يترجم

---

(1) وقد نقلت قنوات التلفزة المتخصصة في الأخبار الاقتصادية والمالية الأزمات التي مرت بها سوق المال السعودية بتاريخ ٢٠٠٦/٦/٧م وما بعدها بسبب الاستشارات التي تقدم بواسطة الهاتف المحمول بل ويتم العقد عن طريقه مما أثر على أداء السوق نتيجة الاستشارات الخاطئة والتي تسبب أزمات في السوق ولا يمكن محاسبة المسئول عنها لصعوبة لإثبات في هذه اللحظة، مما حدا بسلطات السوق منع تقديم المشورة عن طريق الهاتف الجوال.

العقد نتائجها من عدمه[1]. وعلى ذلك فإذا أبرم العقد بعد مفاوضات بين الطرفين تمتع خلالها كل منهما بالحرية في تحديد شروط التعاقد، كان هذا العقد عقد مساومة.

أما إذا استقل أحد طرفي العقد بوضع شروط التعاقد، تاركًا للآخر حرية قبول أو رفض هذه الشروط دون مناقشة، عندئذ يكون العقد عقد إذعان.

وتجدر الإشارة إلى أن حرية الطرف المذعن في عقود الإذعان ليست منعدمة ولكنها قاصرة على قبول العقد بكل شروطه، دون الحق في مناقشتها أو تعديلها. وغالبا ما يكون محل عقد الإذعان سلعة أو خدمة ضرورية ويكون الطرف القوي في العقد محتكرا لها، أو لا يتعرض لمنافسة قوية من أطراف أخرى.

وعقود الإذعان لم يرد لها تعريف محدد في التشريعات المختلفة إلا أن الفقه[2]. والقضاء[3]. ميزاها بثلاث خصائص: أولاها: أن يتعلق العقد بخدمة أو سلعة، وثانيها: أن يكون هناك احتكار قانوني أو فعلي للخدمة أو السلعة، ثالثتها: هو أن يكون الإيجاب موجها للجمهور بشروط متماثلة ولمدة غير محددة وهذا ما ورد في الأحكام القضائية القديمة والفقه التقليدي[4].

---

(1) انظر: أ.د عبد الرازق السنهوري، الوسيط، ج١، مصادر الالتزام، المجلد الأول، مرجع سابق، ص٢٣١.

(2) انظر: د/ مصطفى الجمال، النظرية العامة للالتزامات (مصادر الالتزام)، الإسكندرية، ١٩٨٥م، ص٢٠٥.

(3) نقض مدني ١٩٧٤/٣/١٢م، مجموعة أحكام النقض، سنة ٢٥، ص٤٩٢.

(4) انظر: مجموعة الأعمال التحضيرية للقانون المدني، الجزء الثاني، ص٦٩.

المفاوضات تمنع من الادعاء بالإذعان:

والواقع أن الفكرة التقليدية للإذعان في العقود السابق الإشارة إليها في الفقه والقضاء تم هجرها كليا لتحل محلها فكرة حديثة لحمايـــة المتعاقـــدين مؤداها أن عقد الإذعان هو العقد الذي يستقل أحد أفراده قبل الإبرام بتحديـــد مضمونه كليا أو جزئيا، بصورة عامة ومجـــردة، وينحـــصر دور الطـــرف المذعن في قبول هذا العقد أو رفضه ولا يجب أن يتوافر احتكار (قانوني أو فعلى) لخدمة أو سلعة ما للقول بوجود طرف قوي اقتصاديا أو ضـــعيف[١]. بل يمكن القول بوجود الإذعان من مجرد كون العقد تم إعداده مسبقا بواسطة الطرف الآخر. والذي يحدد فيه الحقوق والالتزامات الناشئة عنه وبما يحقق مصلحته بصورة كبيرة ولا يقبل المناقشة حول هذه الشروط.

وبهذا يكون دور المذعن سلبياً. على أنه لا محل للقول بوجود إذعان، إذا كان التعاقد قد تم بناء على مفاوضات سابقة بين الطرف القـــوي وبـــين الطرف الآخر ولو كان ذا غلبة اقتصادية أو معرفية، لظروف السوق. وذلك أن المفاوضات تحقق للطرف الآخر فرصة مناقشة شروط العقد ومن ثـــم لا يجوز فيما بعد الإدعاء بإذعان[٢]. وإن كانت المفاوضات ليست أمرا لازمـــا لتكوين العقد أو لصحته[٣].

---

(1) في بعض الأحوال قد تفرض شروط العقد من قبل أحد الطرفين استنادا إلى ما يتمتع به من قوة اقتصادية تتمثل في احتكار لبعض السلع والخدمات الضرورية ولا يكـــون هناك من دور للطرف الآخر إلا مجرد التسليم بشروط التعاقد التي أعدها سلفا الطرف القوي، فإذا ما قبل الطرف الضعيف أن يتعاقد دون مناقـــشة، فقـــد أذعـــن إذاً لإرادة الطرف الآخر.

ـ انظر: أ. د/ محمد إبراهيم الدسوقي، مرجع سابق، ص١٥.

(2) V. - Flour (J) et Aubort (J.L.). *Op. Cit.* No. 153.
- Weill (A) et TERRE (F), *Op. Cit.* No. 130.

وأنظر أ.د/ محمد إبراهيم الدسوقي، مرجع سابق، ص ١٥.

(3) V. Flour et Aubert. *Op. Cit.,* No. 153.

عقد تقديم الاستشارات بشأن التداول- عقد مساومة:

وعلى ذلك، لا يمكن إدخال عقد مشورة التداول في إطار عقود الإذعان. حتى مع وجود عقود نموذجية منه لدى شركات السمسرة والاستشارات المالية معدة سلفا[١]. حيث تتكفل لتكوين العقد شروط نمطية قننها عرف المهنة أو الاتحادات المهنية أو تعارف عليها موثقو العقود أو شركات الاستشارات الكبرى.

وهذه العقود النمطية[٢]. تُعَدُ نموذجاً إرشادياً لا تؤثر على إرادة الأطراف إذ من حق كل منهم مناقشتها وتعديلها بالاتفاق مع الطرف الآخر، وذلك في مرحلة المفاوضات فهي شبيهة بالقواعد القانونية المكملة. فلا يعمل بها متى اتفق الطرفان على مخالفتها.

---

(1) انظر: د/ رجب عبد اللاه. التفاوض على العقد ، دار النهضة العربية، القاهرة، ٢٠٠٠م ، ص١٦٩. حيث يرى أن عقد الإذعان هو: "العقد الذي يعرض فيه الموجب شروطا أعدت مسبقا بواسطته أو بواسطة الغير ولا يقبل مفاوضة عليها من الطرف الآخر.

(2) وإن كانت العقود النمطية تفقد العقد في العصر الحديث ما يسمى خاصيتي التفصيل والتفريد وتعرف المسألة الأولى بأن العقد بكل تفاصيله كان من صنع الطرفين وصياغتهما بينما يطلق على المسألة الثانية "تفريد العقد" أي أن العقد يتفق مع الوضع الفردي لطرفيه، حيث تتكفل بصياغة العقد شروط نمطية قننها عرف المهنة أو الاتحادات المهنية لا تكاد تختلف من متعاقد لآخر وهذه هي فكرة العقود النمطية.

- V. Leaute: Les contrats Jyoes, Rev. Trim. De. Dr. civ. 1953. P. 429.

المبحث الثاني

الأهــــلية

أهلية العميل للتعاقد:

تطلبت التشريعات الخاصة بعقود تقديم الاستشارات بـشأن تـداول الأوراق المالية شروطا معينة ينبغي توافرها في أطراف العقد وخـصوصا شرط الأهلية لدى العميل ونتناول ذلك في مطلبين:

المطلب الأول ـ الشروط الواجب توافرها في العميل

المطلب الثاني ـ الشروط الواجب توافرها في تداول الأوراق المالية الخاصـة بناقص الأهلية.

المطلب الأول

الشروط الواجب توافرها في العميل

يستطيع أي شخص يملك أوراقاً مالية أن يلجأ إلى مستـشار تـداول متخصص، لكي يقدم له مشورة تداول ويرسم له طريقـة اسـتثمار أموالـه وكذلك الشركات الراغبة في طرح أوراق مالية جديدة أو شراء أوراق أو بيع أوراق مالية.

وجوب توافر الأهلية:

في جميع الأحوال، يشترط توافر الأهلية اللازمة للتعاقد لدى العميـل الطالب لاستشارة التداول، والأهلية جزء لا يتجزأ من الرضا، فهـي شـرط

لصحة الرضا فكيف يتصور أن يكون العقد صحيحا من ناحية الأركان دون الأهلية[1].

فالمبدأ طبقا لنص المادة ١١٢٤/ مدني فرنسي أنه كي يستطيع الفرد التعاقد لابد من توافر أهلية التعاقد، وأن القاصر ـ مع بعض التحفظات ـ غير أهل قانونا للقيام بالتصرفات المدنية، كما أن الأصل أن يكون الشخص كامل الأهلية ما لم يسلب القانون أهليته أو يحد منها، وفي ذلك تقضي المادة ١٠٩/مدني مصري بأنه: "كل شخص أهل للتعاقد ما لم تسلب أهليته أو يحد منها بحكم القانون"، ووضعت المادة ١١٠٨/مدني فرنسي الأهلية ضمن شروط صحة الاتفاق، فمن المقرر في مختلف التشريعات أن أحكام الأهلية من النظام العام، فلا يجوز النزول عنها والاتفاق على ما يخالفها، وهذا ما أوردته المادة ٤٨/مدني مصري بقولها: "ليس لأحد النزول عن أهليته ولا التعديل في أحكامها".

أهمية توافر الأهلية:

ويأتي اقتضاء أهلية التعاقد من أن تقديم مشورة التداول الصادرة من المستشار للعميل، وإن كانت اختيارية للعميل له الأخذ بها بعد صدورها أو عدم الأخذ بها، إلا أن هذه الاستشارة قد تؤدي لفقدان العميل لكل أوراقه المالية، فضلا عن أن مستشار التداول يحصل دائما على أجر مقابل تقديم مشورة التداول وقد يكون مبالغا فيه وهذا يعتبر عملاً من أعمال التصرف.

---

(1) راجع في ذلك: د/ عبد الرزاق السنهوري، مرجع سابق، الجزء الأول رقم ١١٤ ص٣٤٠ وما بعدها، د/ سليمان مرقس، الوافي في شرح القانون المصري في الالتزامات، المجلد الأول، نظرية العقد والإرادة المنفردة، الطبعة الرابعة ، ١٩٨٧م بدون تاريخ نشر، رقم ١٧٠، ص٣١٠ وما بعدها، د/ عبد الفتاح عبد الباقي، مرجع سابق، رقم١١٩ ، ص٢٤٣.

فتقديم مشورة خاطئة قد يؤدي لتخلي العميل عن كل أوراقه الماليـــة واستبدالها بأخرى من البورصة على سبيل المضاربة وفي هذه الحالة ينظـــر إليه على أنه عمل من أعمال التصرف الأمز الذي يضع محفظة القاصر في خطر.

وبالتالي لا يمكن القول بأن إبرام عقد تقديم المشورة بـشأن تـــداول الأوراق المالية يعتبر تصرفاً محدداً مسموح للقاصر القيام به، وأمـــام هـــذا العقد غير المحدد، سيجب على القاضي الميل نحو تفسير العقـــد لمـــا فيـــه مصلحة العميل.

ولكن يمكن للقاصر المأذون له بإدارة أمواله التوقيع على عقد تقـــديم مشورة التداول، وفي هذه الحالة، يشترط في العقد صراحة، شرط المحافظة على الأوراق المالية للعميل عند تقديم المشورة، وذلك بغرض الإبطاء مـــن المضاربة والمخاطرة بالأوراق المالية دون إفراط ولا تفريط.

إنما تقديم مشورة بشأن الاستثمار طويل الأجل في الأوراق الماليـــة، وبدون إضافة شرط المحافظة على الأوراق المالية، مثل هذا العقد لن يتطلب أهلية التصرف، لأنه في الأساس لا يفقد العميل أوراقه المالية ولا يعرضـــه للمخاطرة الشديدة.

وعامة مادامت معايير هذا العقد غير محددة طبقا للقواعد العامة، فمن الواجب أن يكون الرضا واضحاً وحراً وصريحاً.

المطلب الثاني

الشروط الواجب توافرها في الأوراق المالية الخاصة بناقص الأهلية

يقصد بناقص الأهلية: القاصر أو المحجور عليه لجنون أو عته أو سفه أو الغائب.

وقد عرفت المادة الأولى من القانون رقم ٩٩ لسنة ١٩٤٧م القاصر بقولها: "القاصر هو من لم يبلغ سن الرشد القانوني وهو إحدى وعشرون سنة كاملة"، وتنص المادة ٤٦ من القانون المدني المصري على أن: "كل من بلغ سن التمييز ولم يبلغ سن الرشد، وكل من بلغ سن الرشد وكان سفيها أو ذا غفلة، يكون ناقص الأهلية وفقا لما يقرره القانون"، وبناء عليه فإن أهلية الإدارة وأهلية التصرف، وهي الأعمال الدائرة بين النفع والضرر لا يملكها[1]. ولكن يباشرها عنه الولي، أو الوصي وفقا للقانون ويستثنى من هذا الصبي المميز إذا بلغ الثامنة عشر من عمره، فيجوز أن يؤذن له في تسلم أمواله لإدارتها[2].

تعاقد القاصر على عقد تقديم الاستشارات بشأن تداول الأوراق المالية:

بداية يجب التمييز بين أعمال الإدارة المعاونة وأعمال التصرف في الأوراق المالية الخاصة بالقاصر، ففي حالة تقديم استشارة للعميل القاصر بتحمل التصرف الكامل في الأوراق المالية الخاصة به والمضاربة على الأسعار في البورصة هنا تكون هذه الاستشارة من أعمال ومقدمات التصرف

---

(1) راجع: نقض مدني أول فبراير ١٩٥١م ، مجموعة أحكام النقض السنة الثانية رقم٥٥ ص٢٨٩.

(2) انظر: د/ السنهوري، مرجع سابق رقم ١٥٣، ص٢٥٨.

لذا لا يجوز المخاطرة بالعمل على أموال القاصر. لكن لو كانت الاستشارة تدور حول أعمال الإدارة للأوراق المالية مثل ميعاد تحصيل أرباح الأسهم أو الاستثمار في أوراق مالية طويلة الأجل فإن ذلك يعد من أعمال التصرف العادي.

بالنسبة للقاصر غير المأذون له بالإدارة:

القانون الفرنسي الصادر في ١٤ ديسمبر ١٩٦٤م حقق تعديلا للنظام الناتج عن قانون٢٧ فبراير١٨٨٠م[1] وكان أهم التجديدات التي استحدثها هذا القانون هو تعديل المرسوم الصادر عن مجلس الدولة الفرنسي الذي يحدد قائمة الأعمال المتعلقة بالأوراق المالية الخاصة بالقاصر، مع اعتبار هذه الأعمال، أعمال إدارة عند قيام الممثل القانوني للقاصر بإدارة الأوراق المالية لنفسه.

ثم جاء المرسوم رقم ٦٥ ــ ٩٦١ الصادر في ٥ نوفمبر ١٩٦٥م ليدخل ضمن هذه النوعية من الأعمال، الأعمال الضرورية لإنجاز فاعلية إدارة الأوراق المالية، مثل ممارسة حق التصويت في الجمعيات العمومية للمساهمين وحاملي الحصص وطلبات التخصيص وإعادة التجميع أو التداول أو البيع أو تملك النسب في حالة التخصيص المباني وفي حالة الاكتتاب النقدي، والتي يمكن النظر إليها على أنها أعمال إدارة بسيطة ويمكن اعتبار طلب مشورة التداول منها حيث أنها من الأعمال التي تدور حول المنفعة المحضة وتعد ضرورية لصيانة مال القاصر وطلب مشورة التداول من قبل الممثل القانوني للقاصر، ويمكن اعتبارها حينئذ من أعمال الإدارة البسيطة التي يقوم بها الممثل القانوني.

---

(1)H. Gaudemet, Tallon Helene Minorite et droit commercial (Loi du 14 Decembre) Rev. Trim, Dr. Com. 1976, No. 5, p. 229.

فالواجب على الأولياء والأوصياء المحافظة على مال القاصر ورعايتها وعدم تركها دون تنمية(١).

هذا عن طلب الممثل القانوني لاستشارة التداول التي تتعلق بالإدارة العادية للأوراق المالية للقصر والتي يقوم ممثله القانوني بها نيابة عنه.

أما طلب استشارات التداول وتطبيقها والتي من شأنها المساس برأس المال أي أصل المال الذي آل للقاصر والمتمثل هنا في الأوراق المالية، والتي يمكن أن يترتب عليها خروج جزء من الأوراق المالية (رأس المال) من الذمة أو يترتب عليه حق عيني(٢). أو ما يعد من أعمال التصرف فلا يجوز للممثل القانوني عن القاصر التصرف في الأوراق المالية بالبيع أو الشراء أو الاستبدال إلا في الحدود المبينة في القانون(٣). ومن ثم طلب الاستشارة الخاصة بالتداول بشأنها ، ولابد من استئذان المحكمة المختصة إذا زادت قيمة الأوراق المتصرف فيها عن ثلاثمائة جنيه، وعلى ذلك استثمار الأوراق المالية للقاصر أي توظيفها بقصد الحصول على ربح كشراء الأسهم والسندات(٤). أو استبدال صكوك بأخرى من البورصة، فلا يجوز للوصي مباشرة هذا الاستثمار إلا بإذن المحكمة(٥). ومن ثم طلب المشورة بشأنه.

---

(1) انظر: المادة الرابعة من المرسوم بقانون ١١٩ سنة ١٩٥٢م بشأن الولاية على المال.

(2) في هذا المعنى، راجع: د/ محمد كمال حمدي، الولاية على المال، منشأة المعارف بالإسكندرية، ١٩٨٧م، ص١٠٧.

(3) مادة ٧ من المرسوم بقانون ١١٩ سنة ١٩٥٢م.

(4) راجع: د/ محمد كمال حمدي، مرجع سابق، ص١٠٨.

(5) المادة: ٣٩/٥ من المرسوم السابق الإشارة إليه.

القاصر المأذون له بالتجارة:

المشرع المصري أباح لمن بلغ الثامنة عشر من عمره ــ رغبة منه في إعداده لتولي أمواله عند بلوغه سن الرشد[1]. وتأهيله خاصة ــ أجاز له إدارة أمواله في حدود الإذن المسموح له، لذا يعد كامل الأهلية فيما أذن لــه فيه طبقا للمواد ٥٤، ٥٥، ٥٦، ٥٧، ٦٤ من قانون الولاية على المال، وإذا كان يقصد بأعمال الإدارة هنا: صيانة رأس المال واستثماره وإنمائه للإنفاق من ريعه[٢].

وفي فرنسا عند تطبيق مشورة التداول بالنسبة للقاصر المــأذون لــه يجب أخذ الإذن من مجلس العائلة عند التنازل عن أوراق ماليــة أو تنفيــذ

---

(1) انظر قوله تعالى: (وابتلوا اليتامى حتى إذا بلغوا النكاح فإن أنستم منهم رشدا فادفعوا إليهم أموالهم)، "سورة النساء آية (٦) وفي هذه الآية يأمر فيها الله ســبحانه وتعــالى اختبار اليتامى حتى يتبين رشدهم ولا يتحقق ذلك إلا بتفويض التصرف إليهم بــإدارة أموالهم، انظر: محمد علي الصابوني، صفوة التفاسير، دار القرآن الكريم، بيــروت، طبعة ١٩٨١م ، ص٢٥٩ ، ج١.

(2) وفي إطار الإدارة القانونية لأموال القاصر يستلزم الأمر موافقة اثنين من أقاربه وإن لم توجد هذه الموافقة فيمكن لقاضي الوصاية منح الإذن بالتصرف (المادة ٥/٣٨٩ من القانون المدني الفرنسي) غير أن المشرع الفرنسي سرعان ما بدل رأيه فــي الإدارة القانونية التي يقوم بها الممثل القانوني عن القاصر، فلم يجد حلا مثاليا ذلك أن تعقيدات الأسواق وتشعبها تتطلب خبرة عالية لا يتمتع بها الممثل القانوني، ولذا تدخل المشرع بالمادة ٤٥٤ الفقرة الثالثة من القانون المدني معطيا الحق للممثل القانوني في إبرام عقد لإدارة الأوراق المالية المملوكة للقاصر بعد إذن مجلس العائلة وذلك في حالــة عــدم قدرة الممثل القانوني أياكان عن استيعاب الاستشارات الخاصة بالتداول وكيفية تطبيقها ولكن هذا العقد بشروط خاصة ومتطلبات خاصة لا تنفع فيه العقود النموذجية للإدارة.

- V. Essom B.E Moussio (Jean-Jacques "Gestion de portfeuille Dictionnaire Joly, Bourse et Produits Financiers No. 12, p. 5.
- V. Storck (M) L'activite de gestion de portfeuille, Revue de droit Bancaire et de la Bourse No. 21, Sptember/October, 1990, p. 151.

وانظر: د/ محمود مصطفى حسن محمد: النظام القانوني لعقد إدارة الأوراق الماليــة، مرجع سابق، ص١٤٠.

مشورة التداول الخاصة باقتناء أوراق مالية (المادة ٤٥٧ من القانون المدني الفرنسي) أو من قاضي الوصاية إذا كانت العملية تتعلق بمال قيمته لا تتجاوز ١٠٠,٠٠٠ فرنك (المادة ٤٦٨ من القانون المدني، والمرسوم الصادر في ٣٠ يوليو سنة ١٩٨٦م).

ويمكن أن يتم صياغة عقد تقديم المشورة بشأن التداول مع القاصر بعناية ودقة، فلا محل هنا للعقد النموذجي، وإنما على الوصي أو الولي عند التعاقد تحديد المضمون الأساسي للعقد تحديدا دقيقا.

ويكون تقديم استشارات تداول تحمل خطورة على أموال القاصر عملاً استثنائياً لا يلجأ إليه حتى لو كان العائد من ورائه عظيماً، فالسلامة أفضل بالنسبة لأموال القصر والاستثمار طويل الأجل هو المناسب وينبغي أن يكون اللجوء للمضاربة اختيارا استثنائيا[1].

تعاقد المحجور عليه على تقديم مشورة التداول:

قد يبلغ القاصر سن الرشد ولكن يعتريه عارض من عوارض الأهلية يرجع إلى انعدام التمييز أو عدم اكتمال العقل أو الرشد، أو يحكم عليه بعقوبة جنائية، فكل شخص بلغ ٢١ سنة رشيدا يعد كامل الأهلية ما لم يعتريه عارض، ولذا لا تستمر الوصاية عليه، والعارض أربعة هي: الجنون والعته

---

(1) استنادا إلى قوله تعالى: (ولا تقربوا مال اليتيم إلا بالتي هي أحسن)، "سورة الأنعام آية ١٥٢، فهذه الآية نهت الأولياء والأوصياء عن قرب مال اليتيم إلا بما يحقق له مصلحة والواجب على الأولياء والأوصياء المحافظة على مال القاصر ورعايته وتنميته، محمد علي الصابوني، صفوة التفاسير، دار القرآن الكريم، بيروت، طبعة ١٩٨١م ص٤٢٨ ، ٤٢٩.

والغفلة والسفه[1]. وهذا الشخص تثبت الولاية عليه وتعين المحكمة عليه قيّماً بناء على طلب من أحد ذوي الشأن أو النيابة العامة، فإذا كان هذا الشخص يملك أوراقاً مالية فإنه لا يجوز له إدارتها بنفسه ومن ثم يتم إدارتها بواسطة القيّم الذي عينته المحكمة أو بواسطة شخص خبير يلجأ إليه القيّم بعد موافقة المحكمة على التصرفات التي سوف يجريها، ومن ثم لا يجوز لهذا الشخص الدخول في علاقة تعاقدية مع مستشار تداول ويجوز ذلك للممثل القانوني للشخص الموكل له بالإدارة، سواء شخص معنويً أو شخص طبيعي كسمسار أو بنك أو شركة إدارة محافظ أوراق مالية.

وفي هذا الشأن نصت المادة ٧٨ من المرسوم بقانون رقم ١١٩ لسنة ١٩٥٢م بأن: "يسري على القوامة والوكالة عن الغائبين الأحكام المقررة في شأن الوصاية على القصر ويسري على القوامة والوكلاء عن الغائبين الأحكام المقررة في شأن الأوصياء".

وكذلك نصت المادة ٤٩٥ مدني فرنسي، بأن إدارة أموال البالغ المحجور عليه تخضع لنفس القواعد التي تخضع لها إدارة أموال القاصر.

أما بالنسبة للمحكوم عليه بعقوبة جناية تقضي أحكام قانون العقوبات المصري (م/٢٥) بأن يحرم من إدارة أمواله مدة تنفيذ العقوبة ويختار قيِّماً تصدق عليه المحكمة ويتولى القيّم إدارة أمواله، أما أعمال التصرف فلابد فيها من إذن المحكمة المدنية وإلا كانت باطلة[2].

---

(1) انظر في معنى ذلك: د/ السنهوري، مرجع سابق رقم ١٥٥ ص٣٦٢. د/ سليمان مرقس، مرجع سابق، فقرة ١٧٨ ، ص٣٢٧. د/ عبد الفتاح عبد الباقي، مرجع سابق، رقم ١٣٤ ، ص٢٦٨.

(2) انظر: نقض مدني في ١٣ يونيو سنة ١٩٧٩م ، مجموعة أحكام النقض.

ومن ثم لا يجوز للمحكوم عليه بعقوبة جناية إبرام عقد تقديم المشورة بشأن تداول الأوراق المالية، لأنه من أعمال الإدارة العادية التي يقوم بها القيِّم نيابة عن المحكوم عليه وحتى يتمكن من الإدارة السليمة لمحفظة الأوراق المالية الخاصة بالمحكوم عليه وخصوصا حينما يكون غير خبير وهو ما يحدث في أغلب الأحوال.

الأوراق المالية مال شائع أو في حساب مشترك:

يمكن أن تكون الأوراق المالية مالا شائعا، ويتم إدارة هذه الأوراق المالية بواسطة شخص تتفق عليه الأغلبية' والأغلبية المقصودة هنا هي أغلبية الأنصبة لا الشركاء، ولهذا المدير سواء كان شريكاً أو مختاراً من قِبل الشريك الذي فوضه الشركاء لاختياره أن يبرم عقد تقديم مشورة ليساعده على إدارة الأوراق المالية الخاصة بالشركاء وذلك بالنسبة للقرارات بالبيع والشراء أو بالنسبة لأي تعديل جوهري أو أساسي يتم إدخاله على ما تحتويه محفظة الأوراق المالية.

وللشركاء الذين يملكون حق الطعن في القرار الذي يتخذه هذا الشريك إذا كان يتضمن تعسفا في استعمال الحق، وبالطبع للشريك الرافض أن يضع نهاية لحالة الشيوع بالخروج منه وذلك بمقتضى المادة ٨٣/ قانون مدني مصري، والمادة ٨١٥ قانون مدني فرنسي، ما لم يكن هناك نص أو اتفاق خلاف ذلك.

أما الأوراق المالية في الحساب المشترك وهو حساب مصرفي يفتح باسم شخصين أو أكثر بالتساوي فيما بينهم ما لم يتفق على خلاف ذلك[1].

---

(1) م ١/١٠٨ من قانون التجارة رقم ١٧ لسنة ١٩٩٩م.

وهذا الحساب في معظم الأحيان يكون بين زوجين أو عدد من الأخوة ويمثل حالة تضامن سلبي أو إيجابي بين أصحاب الحساب[1]. فلكل من أصحاب الحساب التصرف في أي وقت دون اعتراض من البنك وللبنك مخاطبة أي من أصحاب الرصيد.

وقد يرتبط أصحاب الحساب المشترك بعقد تقديم مشورة لتحسين إدارتهم للأوراق المالية بمعرفتهم، وهنا يجوز لأي من الشركاء التوقيع على العقد لطلب المشورة.

---

(1) طبقا للمادة ٢٨١ من القانون المدني المصري، م١١٩٧ من القانون المدني الفرنسي وما بعدها.

وراجع في ذلك: أ. د/ محمود سمير الشرقاوي، القانون التجاري، الجزء الثاني ، دار النهضة العربية بالقاهرة، ١٩٨٤م ، رقم ٥١٢ ص ٥٠٤ ، ٥٠٥، ود/ محيي الدين إسماعيل علم الدين، موسوعة أعمال البنوك، الجزء الأول ١٩٩٣م، دار النهضة العربية رقم ١٩٨، ص٣٩٧، د/ علي جمال الدين عوض، أعمال البنوك من الوجهة القانونية، دار النهضة العربية، ١٩٨٩م ، رقم ١٩ ، ص٢٤٥.

ويرى الدكتور/ محمود سمير الشرقاوي عدم صحة هذا الحساب حيث يمكن أن يؤدي إلى مخالفة أحكام الميراث، فعند وفاة أحد أطراف الحساب قد يبادر الآخر لسحب جميع الحساب من البنك والتصرف في الأوراق المالية قبل تنبيه باقي الورثة إلى وجود حساب مصرفي لديهم ولذا يقول: يثور الشك حول صحة هذا الحساب في القانون المصري – وقد قضت م ٣٠٨ من قانون التجارة بأنه إذا توفي أحد أصحاب الحساب المشترك أو فقد الأهلية القانونية وجب على الباقين بإخطار البنك بذلك وبرغبتهم في استمرار الحساب وذلك خلال مدة لا تتجاوز عشرة أيام من تاريخ الوفاة أو فقدان الأهلية ، وعلى البنك وقف السحب من الحساب المشترك حتى يتم تحديد الورثة أو تعيين القيِّم.

الفصل الثاني

محـــــــل العقد

تمهيد:

إلى جانب التراضي لا يمكن أن يقوم العقد بغير محل، فالمحل ركن من الالتزام، ويعرف محل العقد بأنه: "العملية القانونية التي يراد تحقيقها من وراء العقد"[١]. فمحل العقد الطبي هو العلاج، ومحل عقد البيـــع هـــو نقـــل الملكية ومحل عقد الاستشارات هو تقديم مشورة التداول النافعة.

ومع أن المحل ركن في الالتزام، إلا أنه جرى الفقه علـــى إضـــافة أركان الالتزام إلى العقد ذاته باعتبار أنه إذا زال الالتزام زال العقد ذاته[٢].

وإن كان بعض الفقهاء[٣]. أكد على أهمية التفرقة بين محـــل العقـــد ومحل الالتزام لما له من فائدة عندهم، حيث يقولون بأنه إذا كان أثر العقد هو إنشاء الالتزامات، فإن هذه الالتزامات ترمي في مجموعها إلى تحقيق العملية القانونية المقصودة من العقد وبهذا يتميز محل العقد عن محل الالتزام كمـــا يخضع كل منهما لأحكام غير التي يخضع لها الآخر، والدليل على ذلـــك أن محل الالتزام قد يكون صحيحا في حد ذاته، ولكن العقد يقع باطلا لأن العملية القانونية المقصودة منه يحرمها القانون، كما في تحريم التعامل فـــي تركـــة مستقبلية لشخص على قيد الحياة، كما أن محل العقد لا يتطلب القانون فيه إلا شرطًا واحدًا، وهو المشروعة أي يكون مشروعًا[٤].

---

(1) انظر: د/ عبد المنعم فرج الصدة: مصادر الالتزام ١٩٨٦م، دار النهضة العربية رقم ١٩٧، ص٢٣١.

(2) انظر: أ. د/ محمد إبراهيم الدسوقي، مرجـــع ســـابق، ص١٣٠، كمـــا أن المـــشرع المصري عرض شروط المحل محددا أنه محل الالتزام (م١٣١ ، حتى ١٣٥) ولـــيس في ذلك غلط فالغاية من العقد إنشاء الالتزام.

(3) د/ عبد المنعم فرج الصدة، مرجع سابق، رقم١٩٧.

(4) انظر: د/ محمود مصطفى حسن محمد، مرجع سابق، ص٥٢.

وإذا كان محل الالتزام هو الأداء الذي يلتزم به المدين تجاه الدائن ، فإن هذا الأداء بالنسبة لعقد تقديم مشورة التداول هو التزام بعمل وهو عمل إيجابي يقدمه المدين، ويتمثل في تقديم مشورة التداول نظير مقابل معين هو الأجر أو العمولة التي يلتزم العميل بدفعها، وهي تشمل المشورة جميع الأعمال التي يباشرها مستشار التداول. وقد انعقد الرأي الفقهي والتشريعي على جدارة استشارات تداول الأوراق المالية بالحماية القانونية(١). ويستدعي ذلك عرضا مفصلا لاستشارة التداول محل العقد فيما يتعلق بمضمون الاستشارة وعناصر تكوينها وأسلوب العبارات المقدمة بها ودلالة كل منهما والمشروع وغير المشروع من الاستشارات والمستحيل والممكن منها.

ونتناول ذلك فيما يلي:

المبحث الأول ـ مضمون الاستشارة في تداول الأوراق المالية

المبحث الثاني ـ مشروعية استشارة التداول

---

(1) وفي فرنسا حكم بأن المعلومات والتحليلات المالية المستفادة من نشرة البورصة التي توزع على الجمهور ليست محلا لتقويم أو تملك حيث كان يعتقد بأنها ليس لها قيمة اقتصادية أو ثقافية.

- Trib-6m. de Compiegne 2 Juin 1989, AFF. Soc. Des Bourses Francais, Droit de 1989/4, pp. 60: 65, No.9.

وحكم مؤخرا بضرورة حماية أي جهد ذهني بالنسبة للدراسات الإحصائية التي تتم بأسلوب معرفي متميز، حيث يختار واضعها في دراسته منهج الاستقصاء والهدف منه معرفة السوق معرفة علمية جيدة وتقديم النصائح للعملاء بناء عليها، ولا جدال في أن الحماية لابد أن تنسحب على كل من استشير أي جزء من وقته أو جهده أو ماله في إنجاز عمل معين ولو كان هذا العمل عديم الابتكار ومجرد من الإبداع فيكفي أن يكون عمله سببا في حصول الغير على مقابل مباشر أو غير مباشر.

- Cass, Ire. Ch. 22 Mai 1990, Dalloz, 1990 (ir) Insitutu de recherché, 175, droit de Informatique.

المبحث الأول

مضمون الاستشارة في الأوراق المالية

محل تقديم مشورة التداول:

يعتبر تقديم مشورة التداول من أهم أركان العقد وهي تمثل محل التعاقد حيث أنها العملية القانونية التي يسعى الأطراف المتعاقدة إلى تحقيقها، ويتمثل محل التعاقد بيقين في عقدنا هذا في استشارات التداول التي يقدمها مستشار التداول أيا كان فرداً أم شركةً بمعنى لا يرد عقد تقديم استشارات التداول على غير مشورة التداول الخاصة بالأوراق المالية والصالحة للاستخدام من قِبل العميل.

ونتناول استشارة التداول في مطلبين:

المطلب الأول ـ تكوينها.

المطلب الثاني ـ أسلوب العبارات ودلالة كل منها.

المطلب الأول

تكوين استشارة التداول

الاستشاري عامة واستشاري التداول خاصة يلتزم بتقديم مشورة للعميل على أن تكون أعمق عن مجرد الرأي البسيط أو المعلومات العامة المجردة، أو التحذير، وإنما هي استشارة تعكس خبرته وتفوقه الفني[١].

---

(1) انظر في ذلك: د/ حسن حسين البراوي، مرجع سابق ص٢٤٤.

فالمشاورة هنا استخراج الحقائق عن السوق من التحليلات المالية للشركات والهيئات المالية المصدرة للأوراق المالية ولا يجوز لمستشار التداول أن يقلد غيره لأن كل عميل له ظروفه الخاصة به ناهيك عن تغير ظروف السوق من لحظة لأخرى، وذلك في كل الأحوال سواء ظهر له الرأي الصحيح فخالف فيه غيره من المستشارين أو لم يظهر له شيء وسواء ضاق الوقت أم اتسع.

ومع ذلك يجوز لمستشار التداول طلب معونة الآخرين عند تقديم المشورة للعملاء والاستعانة بهم سواء كانوا مساعدين له أو حتى مستشارين آخرين بشرط أن يعدوا معاونين له[1].

وجوب استخدام مستشار تداول الأوراق المالية للمعطيات العلمية (المالية والسياسية والاقتصادية) المتعلقة بالأوراق المالية عند تقديم استشارة التداول:

إذا كانت المعطيات العلمية لا تنشئ معيارًا قانونيا أو معيارا توجيهيا فإنها تنشئ من حيث الواقع، قاعدة علمية تقديرية، وعلى هدى هذه القاعدة يتعين على مستشار تداول الأوراق المالية أن يسترشد بالمعطيات العلمية لمراعاة العميل.

---

(1) انظر قضية مكتب Engee Palumbo, Gene Palumbo لتأمينات ومعاشات الموظفين ضد المدعى عليه Marin Shlmah لإدارة الأعمال والخدمات كمقدم خدمات واستشارات للمكتب سالف الذكر، محكمة المقاطعة الجنوبية لولاية نيويورك تاريخ القرار ١٩٩٩/٧/٢٤م تاريخ التسجيل ١٩٩٨/٧/٢٧م مرجع سابق

- http://www.Lexis.com/research/retrieve?

انظر قانون:

Investment advisers act sec. 8ob–3. Registration of investment advisers.

وإذا كان النموذج أو القالب الواجب الاحترام، وفقا لروح التشريع والعقد، هو المعطيات العلمية المكتسبة فإنه على مستشار الأوراق المالية أن يبذل لعميله جهودا صادقة يقظة تتفق في غير الظروف الاستثنائية مع الأصول العلمية المستقرة في علم التحليل المالي(١).

فثمة اتفاق بين المتخصصين في شئون البورصات وعلماء التمويل والاستثمار. أن الاستثمار في أية ورقة مالية يقتضي تحليل القوائم المالية للشركات المصدرة لها(٢).

مع ملاحظة أنه يجب أن يبني استشارة التداول على التحليلات المالية والتقارير من طرف والتنبؤ بالأحداث الجارية من طرف آخر.

كيفية القيام بالتحليل المالي للمصطلحات التاريخية للهيئات والشركات مصدرة الورقة المالية:

يقوم المحلل بالتعامل مع القوائم المالية وكل ما تحتويه من بيانات إجمالية وتفصيلية بفحصه للمركز المالي لعناصر الميزانية وما طرأ عليها من تغير خلال سلسلة زمنية ومن دراسته لمصادر الأموال ووجوه الاستخدام ومن دراسته كذلك لهيكل رأس المال وكشفه عن درجة حجم المخاطر التي تتعرض معها المنشأة للانهيار بسبب إفراطها في طلب القروض وتفضيلها

---

(1) مثال للظروف الاستثنائية، المضاربة في الأوراق المالية حيث أن المضارب ليس موقفاً متشدداً بالمعنى المفهوم في الأوراق المالية لأنه يقوم بالشراء لأجل البيع ولذا يعتمد في الأساس على حاجته الخاصة لا على المعطيات العلمية المدروسة عن السوق.

(2) وهو ما عبر عنه أحد المراجع المتخصصة في هذا المجال بالآتي:

- The investment spirochete to every kind of security requires the proper supplication of analyses to the financial statement.

ـ انظر: محاضرات معهد الدراسات المصرفية لعام ١٩٩٤/١٩٩٥م، مرجع سابق.

التمويل بالدين والمتاجرة بأموال الغير، ومن خلال دراسته كـذلك لـسيولة المنشأة وقدرتها على العطاء بالتزاماتها قصيرة الأجل ودراسـته للربحيـة ومدى استقرارها ونموها وتعاظم ثروة المساهمين، ومـن خـلال دراسـته للتدفقات النقدية وقدرتها على خدمة الدين لأصحاب السندات وغيـرهم مـن الدائنين بقروض طويلة الأجل ومن خلال دراسته للأرقام والنتائج المحققـة خلال العام ومقارنتها بتلك المحققة في أعوام سابقة وتلك التي حققتها الشركة بالمحققة في شركات مثيلة[١].

المؤشرات المستخدمة في تحليل الأوراق المالية في سوق التداول:

يعد العائد والمخاطر المرتبطة بهذا العائد هي أساس تحليـل الأوراق المالية بواسطة المستثمر في الأوراق المالية ويحسب العائـد علـى القـدرة المالية منسوبا إلى حجم الاستثمار الأساسي في الورقة المالية.

أما المخاطرة فتتعرض كافة الأوراق المالية للمخاطر ولكن بدرجات متفاوتة ويتوقف ذلك علـى طبيعـة ونـوع الورقـة الماليـة والظـروف الاقتصادية[٢].

---

(1) انظر في ذلك: مذكرات معهد الدراسات المصرفية، عـام ١٩٩٣/١٩٩٤م، مرجـع سابق، ص١.

(2) وتتمثل تلك المخاطر في الآتي:

- مخاطر عدم التأكد من الدخل.
- مخاطر عدم القدرة على سداد الالتزامات (استرداد رأس المال).
- مخاطر أسعار الفائدة.
- مخاطر التضخم.

وتتعرض الأوراق المالية ذات العائد الثابت لهذين النوعين الأخيرين من المخـاطر.

انظر: صناديق الاستثمار ومواردها وأسلوب أدائها، محاضرات صادرة عـن معهـد الدراسات المصرفية عام ١٩٩٥/١٩٩٦م، ص٤ ، ٥، مرجع سابق.

التنبؤ بالحالة المستقبلية للأوراق المالية:

لكي يصل المستثمرون في سوق الأوراق المالية ومستشاريهم الخاصين بالتداول لتكوين الرأي الصحيح بالبيع والشراء بحاجة أساسية للمعلومات التاريخية وتحليلاتها السابق الإشارة إليها بالإضافة للتنبؤات المستقبلية باعتبار أن الأولى مؤشر هام للثانية.

فبالإضافة للتحليلات المالية للبيانات وغيرها وفحصها وتمحيصها، وهي بلا شك مؤشرات ومعايير إذا أحسن استخدامها وحذق فنونها وإجادة الربط بينهم أصبح بوسعه أن يكشف عن مواطن الضعف وأوجه القوة وأن يضع يده على الداء تحديدا أو تشخيصا وأن يقترح بعد ذلك ما يراه مناسبا[١]. وذلك إضافة على قيام مستشار التداول بدراسة الحالة المستقبلية للهيئات والشركات مصدرة الأوراق المالية وذلك للتنبؤ بأرقام الأعمال ومدى استثمار هذه الشركات في الفترة القادمة.

ويتضمن التنبؤ تشخيصا للمشاكل المتعلقة بالشركات في المستقبل من الناحية السياسية والاقتصادية، حيث لا يخفى على أحد ما تتسم به أسواق المال والبورصات من حساسية شديدة تجعلها عرضة للتأثر بالمتغيرات السياسية والاقتصادية عالميا ومحليا فضلا عن اختلاف التوقعات وهذه الحساسية تشكل عبئا على المتعاملين في الأسواق المالية.

فمستشار تداول الأوراق المالية يلتزم أن يقدم استشارة تارة تنم عن إبداعه وهو التنبؤ بالمستقبل لهذه الأوراق وأخرى تعكس خبرته وتكشف عن مهارته وقدرته المتميزة وهي القيام بالتحليل المالي السليم للمعلومات التاريخية عن الأوراق المالية.

---

(1) انظر: محاضرات معهد الدراسات المصرفية التابع للبنك المركزي المصري عام ١٩٩٣/١٩٩٤م، مرجع سابق ن ص١.

وهنا أساليب علمية كثيرة يعتمد عليها استشاري التداول للتنبؤ بمستقبل الأسهم والسندات للتوصية بشرائها أو بيعها وكذلك للوصول إلى ما يسمى بالسعر الأمثل أو السعر الحقيقي أو العادل للشراء أو بيع الأوراق المالية منها القيمة الدفترية للأوراق المالية والقيمة الاستبدالية والقيمة الحالية للتدفقات النقدية والقيمة السوقية للسهم ومضاعف الربحية المستقبلية للسهم ويعتمد اختيار أسلوب التقييم على عدة عوامل تشمل الآتي:

الحصة المطروحة للبيع أو المستهدف من شرائها هل هي حصة أغلبية أم حصة أقلية؟

والهدف من الشراء هل هو استثمار طويل الأجل أم للمتاجرة وتحقيق الأرباح في خلال فترة قصيرة نسبيًا[١].

وفي الولايات المتحدة الأمريكية ينص قانون مستشاري الاستثمار على ضرورة أن يقدم مستشار التداول استشارته بناء على التحليلات المالية والتقارير الاستثمارية كما يجب أن يكون مستقلاً في نصح الآخرين[٢].

كما يحظر نفس المشرع على مستشار التداول والاستثمار القيام بأي أعمال سواء كانت معاملات أو ممارسات أو تدريبات التي بدورها تعمل على

---

(1) انظر في ذلك: صناديق الاستثمار كأداة لتنشيط سوق الأوراق المالية وبورصات الأوراق المالية، محاضرات معهد الدراسات المصرفية ١٩٩٧، ١٩٩٨، ص ٢٦٥ و٢٦٦ ، مرجع سابق، ومستشار الأوراق المالية بناء على ما سبق أصبح يأخذ على عاتقه ليس فقط الوفاء بالأداء الذي تعهد به ، وإنما وسائل القيام بهذا الأداء بطريقة صحيحة باعتبارها أيضاً من العناصر اللازمة لتنفيذ التزامه بالمشورة.

(2) Section 202-Investment Adviser Act Rules 202..

ا لاحتيال والغش لأي عميل حالي أو مستقبلي[١]. ولا يوجد غش أو احتيـال أكثر من تقديم الاستشارة بالشراء أو البيع أو الاستثمار في أوراق مالية معينة بدون دراسة وبدون استخدام المعطيات العلمية السليمة سواء فـي التحليـل المالي أو في التنبؤ بالإحداث القادمة وبالطريقة المتعارف عليها.

وفي مصر نص المشرع المصري في المادة (٢٥٨) مـن اللائحـة التنفيذية من القانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢م على عدم جواز أن تقدم شـركة السمسرة (كمستشار تداول) النصيحة لعملائها عن بيع أو شراء أوراق مالية ما لم تكن قد توافرت لديها أبحاث عن هذه الأوراق أو عن السوق تبرر تقديم هذه المشورة أو النصيحة كما نصت على أنـه لا يجـوز لغيـر العـاملين المتخصصين في الشركة تقديم مثل هذه النصيحة[٢].

---

(1) Sec. 80b-6 Prohibites Transaction by Investment Adviserss, Investment Advisers Act 1940.

وسوف تم بحث الاحتيال والغش الذي يصدر من مستشار الأوراق المالية فيما بعد في الالتزام بالملائمة كشرط لتقديم مشورة الاستثمار في الأوراق المالية.

(2) انظر اللائحة التنفيذية رقم ١٣٥ لسنة ١٩٩٣م من قانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢م مادة ٢٥٨، مرجع سابق.

المطلب الثاني

أسلوب العبارات ودلالة كل منها

التشاور ائتمار:

يعد التشاور ائتماراً لأن المشورة أصلا هي أمـــر الـــبعض للـــبعض الآخر، لذا قال تعالى: "أن القوم يأتمرون بك ليقتلوك" أي يتشاور بعضهم مع بعض بأمر بعضهم للبعض. والائتمار هنا عزم وقصد مع الغـــضب للقتـــل والائتمار هنا أيضا تشاور انتهى للإجماع على مشورة واحدة، وهذا ما دعي إلى النصيحة من الرجل الناصح.

كما تعرف المشورة بأنها الرأي الذي يدل على ما يجب فعله[١]. فهي الرأي الذي يرشد صاحبه إلى ما يجب أن يفعله.

وإذا كان الأمر كذلك بالإضافة إلى أن استشاري التداول والاســـتثمار في الأوراق المالية عليه قبل أن يشرع في تقديم الاستشارة أن يجمع ويتحرى كافة المعارف والعلوم والمعلومات المفصح عنها من الـــشركات والهيئـــات المصدرة للأوراق المالية وأيضا الأوضاع السياسية والاقتصادية والاجتماعية المحيطة بسوق التداول والإصدار والتي تعينه على معرفة الوضع المطلوب وكذلك معرفة وضع العميل ثم يحلل ذلك تحليلاً علمياً حتى تأتي الاســـتشارة أكثر موافقة وملاءمة[٢].

---

(1) V. Vocabulaire Guridique Association H. Capitan: Publie Sous la direction de G. Conu, Presses Universitaire de France, 6eme editions revue et Augmentee 1996, p. 191.

وانظر د/ حسين حسن البراوي، مرجع سابق، ص ١٤.

(2) V. Cass Civ. (Bulletin des Aretes de la Cour de Cassation) No. 46- Paris 2 Mai 1994, Dalloz Inf. Rap. P. 161.

لذا كان يستحسن أن تقدم مشورة التداول للعميل في صورة أمـــر أو استحسان بالبيع أو الشراء فكل هذا الكم من الأعمـــال التـــي تـسبق تقـديم المشورة الخاصة بتداول الأوراق المالية غالباً لا يهتم بها العميل وغالبا أيضا لا يفهم منها شيئا حيث أن ما يهمه هو النتيجة فقط، ولذا استعان بمستـــشار التداول.

والأفضل أن يتفق طرفا العقد برأي على أسلوب تقديم مشورة التداول ووسيلة تنفيذ ذلك (الهاتف ـ الحاسب الآلي ـ عن طريق اليـــد أو البريـــد) وعموما لا يجوز أن يلتزم مستشار التداول بذكر الوقائع فقط مجردة من رأي باستحسان البيع أو الشراء فيجب عليه أن يعطي للعميل استشارة بأن يتخـــذ موقفا معينا من موضوع معين[1]. وهو بيـــع أو شـــراء الأوراق الماليـــة أو الانتظار.

والمشرع اشترط في الولايات المتحدة عند تسجيل مستـــشار الأوراق المالية نفسه كمستشار استثمار وتداول أن يذكر طبيعة عملـــه والمتـــضمنة طريقة إعطاء النصيحة وتقديم التقارير والتحاليل للعملاء[2].

ومن هذه الطرق والعبارات والتي ذكرت عنـــد تعريـــف مستـــشار الاستثمار في الأوراق المالية تسليم الاستشارة مباشرة أو نشر استشاراته في منشورات وكتب تباع أو توزع على العملاء وذلك بالنسبة للاستحسان فـــي شراء أو بيع أوراق مالية وذلك كجزء من عمل منظم يقدم استشارة التـــداول الغير مباشرة عن طريق التحليلات أو تقارير للعمـــلاء تتعلـــق بـــالأوراق المالية[3].

(1) Mialon (M.F.): Etude Jaridique d'un contrat de Conseil, Rev. Trim de. Dr. Civ. 1997, p. 3 ets.
(2) Sec. 80b-3-Registration of Investment Advisers Act.
(3) Sec. 80b-2 Difinition – Investment Advisers Act.

ولاستيفاء عبارات الاستشارة الخاصة بالتداول في الأوراق المالية للشكل الصحيح يجب أن تكون استشارة التداول معاصرة وحديثة ومنتجة لمعطيات سوق الأوراق المالية والتي تتغير من ساعة إلى أخرى. كما يقال نفس القول بوجوب أن تكون عبارات استشارة التداول من الشمول بحيث تتيح للعميل أن يتخذ قراره على بصيرة.

ومستشار التداول هو من يملك المعرفة التي يبحث عنها العميل، فهو الخبير في الأوراق المالية وطرق تداولها وظروف السوق، وهذا ما يلقي عليه مزيدا من وجوب اليقظة والحرص في نوعية وشكل الأداء، وأن يتبع ما تمليه عليه قواعد المهنة عند تقديم مشورة التداول، فيجب أن تكون المعرفة التي تتضمنها عبارات الاستشارة والتي تمثل أمراً أو استحساناً بالبيع والشراء ويجب أن تكون من الدقة بحيث تمكن العميل من الاعتماد عليها كلية. ومن قبيل ذلك أن تكون الاستشارة شاملة لدراسة اقتصادية واجتماعية تحدد للعميل من ناحية مدى قدرة سوق الأوراق المالية لاستيعاب نشاط العميل، ومن ناحية أخرى تقدم له الحلول المقترحة في ضوء المعطيات المطروحة وتحديد تكلفة دخوله لسوق الأوراق المالية.

وعلى مستشار التداول تصحيح عبارات استشارته الخاصة بالبيع والشراء إذا اكتشف قصور في استشارته لاسيما إذا كشف التطبيق الواقعي لها في سوق التداول بعض خطئها قبل أن يضار العميل. وذلك لأنه يعتد بدقة عبارات استشارة التداول في ضوء ما يسفر عنه التطبيق العملي لها وخصوصا أنها عبارة عن تنبؤات مستقبلية.

وإذا لم يفهم العميل عبارات استشارة التداول ودلالة كل منها والشكل المقدم به فله أن يطلب الزيادة في الشرح سواء كتابة أو شفاهة والأفضل أن تكتب استشارة التداول وتسلم مكتوبة على أن تقدم شفاهة، حتى يفهمها العميل ولا يزيد فيها عما كتب له. ويجب أن تكون العبارة واضحة وصحيحة بحيث يفهمها العميل العادي ولا يستطيع تأويلها العميل الفطن حتى لا تحتسب على الاستشاري.

المبحث الثاني

مشروعية استشارة التداول والشروط الواردة علي صفة المشروعية

سند المشروعية:

يلتزم مستشار الأوراق المالية أن يقدم لعميله استشارة تداول مشروعه وجديرة بالثقة وكذلك الشروط الواردة علي المحل – ويقصد هنا بالمشروعية أن تكون استشارات التداول التي يمد بها مستشار التداول العميل أيا كان فرداً أم مؤسسة بريئة من آية مخالفات للقوانين المعمول بها – أما الجدارة بالثقة فلها عدة وجوه وهي تعني الدقة والحداثة والشمول وهذا كله يستدعي بعض التفصيل

المطلب الأول

تقديم استشارة تداول مشروعة وجديرة بالثقة

أولا- المشروعية:

ويمكن أن نبحث مسألة المشروعية من عدة زوايا ولكن أهمها المشروعية وقوانين أسواق المال – حيث أولي المشرع في كافة دول العالم أهمية كبري لمسألة مخالفة مستشاري الاستشارة في الأوراق المالية للقوانين كافة فقانون مستشاري الاستثمار في الأوراق المالية خاصة مثل قانون (1AA)[1] في الولايات المتحدة الأمريكية. وفي هذا القانون المذكور آنفا صدر المشرع إجراءات معينة تتخذ في حالة الانتهاكات الصادرة من مستشاري التداول حيث نص علي أنه " يعد من غير القانوني لأي شخص أن

(1) (IAA) Investment Adviseores Act. 1940 U.S.A.

يقوم بصورة غير مباشرة أو من خلال أو عن طريق أي شخص آخر بـأي عمل أو شيء غير مسموح له من الناحية القانونية لـذلك الـشخص وذلـك بموجب أحكام قانون مستشاري التداول والاسـتثمار فـي الأوراق الماليـة (IAA) [١] أو أي قانون أو قاعدة منبثقة عنه ومن هذه الانتهاكات الاتفـاق علي تقديم استشارة تداول غير مشروعة بقصد ضرر الآخـرين أو أحـداث مضاربات غير مشروعة علي الأوراق المالية بقصد استغلال معلومات غير متاحة للآخرين[٢].

في قضية عرضت علي القضاء البريطاني بدءاً من تاريخ ١ مارس حتى ١٣ ابريل سنة ١٩٨٩م. حيث سرب أحد البنوك والذي يتـولي طـرح الأوراق المالية لشركة والقيام بمهام مستشار استثمار لها سرب ميعاد طـرح الأوراق المالية للشركة وأن إعلاناً من الشركة سوف يتم وأن هذه المعلومات لابد أن تبقي خفية وسرية حتى يتم نشر الإعلان ـ فقـام هـذا المـستثمر باستغلال هذه المعلومات واشتري حوالي ٦ آلاف سهم من سهام الشركة وقد حققت أرباح أساسية بعد ذلك وقد تم إدانته بتهمتين الأولـي: أنـه قـد قـام بالتعامل في أسهم الشركة وهو شخص محظور عليه ذلك وهذا أمر يخـالف الجزء (٣)،(٤) من قانون سندات الشركات والتعامل الداخلي فيها الصادر في سنة ١٩٨٥م. وقد اقترح القاضي علي هيئة المحلفين إطلاق سراح الطالـب حيث أنه لا يوجد دليل علي حصوله علي المعلومات الخاصة بهذا الاكتتـاب قبل الإعلان عنه.

---

(1) Sec. 80b-19 Consultation Investment Advisors, Act.

(2) وتحقيقا لذلك نظمت المادة ٢٠٤/أ من قانون مستشاري الاسـتثمار فـي الولايـات المتحدة . علي التزام مستشاري الاستثمار والتداول تسجيل أنشطتهم لهم في مجلـس البورصات ESC ويكشف كل ما حصلوا عليه من أربـاح ناجمـة عـن صـفقات عملائهم والتزامهم كذلك بعدم خداع هؤلاء العملاء.

إلا أنه حكم بإدانة هذا الشخص وأكدت علي ذلك محكمة الاستئناف وقالت بشأن مخالفة قانون التأمر الداخلي والحصول علي معلومات سرية عن أحدى الشركات بما يخالف الجزء (٣)، (٤) من قانون سنة ١٩٨٥م[١] بـأن هذا الشخص يكون مسئولا إذا حصل علي هذه المعلومات بدون بذل مجهود من جانبه بطلب مشورة ولكن إذا كان الـشخص قـد حـصل علـي هـذه المعلومات السرية من أجل التعامل في أسهم الشركة فإن الشخص يكون قـد ارتكب مخالفة بناء علي ما جاء في القانون مادة ٣،٤ من قانون ١٩٨٥ حتى لو كانت المعلومات التي حصل عليها من مستشار الشركة (البنك) بدون تعمد منه[٢].

وفي هذا الإطار فقد تقرر التزام مستشاري الاستثمار في الولايات المتحدة في "تثبيت سياسة مكتوبة والمحافظـة عليهـا وتنفيـذها وتـصميم الإجراءات المنطقية لمنع إساءة استخدام المعلومات السرية الهامة والمحافظة علي أو تنفيذ نظام رقابي مناسب.

---

(1) Company Securities (Insider Dealing) Act, 1985.

(2) Held: For the Purposes of the Offence of Insider Dealing Contrary to (3) and (4) (a) of the 1985 a Person Obtained Confidential Information About a company if Acquired of Gat it Without any Effort on His Part. Accordingly the Recipient of Confidential Information about a Company who Used to deal in the Company's shares Committed on Offence in the Company's Under (3) and (4) of the 1985 Act Even if the Information was Volunteered to Him- Perbradkeit, lord ACKNER, lord Oliver and Lord Lowry. For a Person to be Guility of Knowingly Obtaining Confidential Information About a Company for the Purposes of (3) and (1) of the 1985 Act he has to Know From whom he obtained it decision of the Court of Appeal 1989.
See. Attorny General's Reference (No. I of 1988). The All England Law Reports, 1986, Vol. 2.

وفي قضية (Misri and another ضد Scf finance Co. Ltd).
في بريطانيا. حيث أن المدعي عليه قام بفتح حساب استثمار و استشارة لدي المدعي عليه من أجل استثماره في التعاملات المالية وبعد البدء في التعامل قام المدعي عليه بإيداع مبلغ ٥٠ ألف دولار أمريكي ولكن بعد فترة حدثت بعض الخسائر لهذا المدعي عليه وتزايد مقدار هذه الخسائر في مجال التجارة ولكن المدعي قد وافق علي تقديم اعتماد للمدعي عليه يصل إلي ٤٠٠ ألف دولار وذلك علي أساس أن يتم من وقت لآخر تسوية الحساب بينهم ولكن لم يتم ذلك وقد وصلت قيمة الفوائد علي هذه التسهيلات المقدمة إلي المدعي عليه في يناير سنة ١٩٨٤م إلي مليون دولار وطالب المدعي بضرورة تسوية حساب المدعي عليه وإذا لم يحدث ذلك لابد من تصفية حساب المدعي عليه ولكن المدعي عليه دفع بأن المدعي لم يقوم بدور السمسار التجاري ولكنه يقوم بدور الذي يحصل علي اعتمادات في مجال الأعمال ــ وأنه قد حصل من المدعي عليه علي اعتمادات مالية بما يتنافي مع الجزء (١) من قانون البنوك الصادر سنة ١٩٧٩م[1] وقام المدعي عليه برفع دعوي من أجل الحصول علي أمواله التي دفعها إلي المدعي ولكن المدعي قد دفع في الدعوي أن الأموال التي حصل عليها من جانب المدعي عليه لا تعتبر اعتمادات مالية طبقا لما جاء في الجزء (٤) من قانون البنوك سنة ١٩٧٩م. وأنهم لا يقومون بأعمال الحصول علي اعتمادات مالية أو جمعها ضمن ما جاء في الجزء (٢) من ذات القانون وقد أقرت المحكمة أنه حتى وإن كان المدعي قد حصل علي اعتمادات مالية وودائع من المدعي عليه مما يتعارض مع الجزء (١) من قانون البنوك إلا أن ذلك لا يعفي المدعي من المسئولية المدنية حيث أنه لم يكن يقصد في قانون سنة١٩٧٩م أن يتم اعتبار التعاملات

---

(1) See. SEC. Finance Co. Ltd V Masri and another (No. 2) Queew's Bench Dvision (Commercial Court) 18-20, 24-27 June, 1, 4 July 1985, The All England Law Reports 1986, Vol. 1.

المالية والتجارية المستقبلية علي أنها حصول علي ودائع مالية واعتمادات وبالتالي فإن المدعي يجب أن يعوض المدعي عليه الخسائر التي حدثت له خلال أجزاء عمليات التجارة لصالح هذا الشخص.

وفي مصر تنص المادة ٣٠ من قانون سوق رأس المال المصري بأنه "يجوز وقف نشاط الشركة العاملة في نشاط الأوراق المالية (أياً كان نشاطها) إذا خالفت أحكام هذا القانون ولائحته التنفيذية أو قرارات مجلس إدارة الهيئة الصادرة تنفيذاً له أو إذا فقدت أي شرط من شروط الترخيص ولم تقم بعد إنذارها بإزالة المخالفة أو استكمال شروط الترخيص خلال المدة وبالشروط التي يحددها رئيس الهيئة".

حيث صدر قرار وزير الاستثمار المصري رقم ١٠١ لسنة ٢٠٠٧ بتاريخ ٢٠٠٧/٤/٢٢م بإضافة نشاط الاستشارات المالية عن الأوراق المالية في مجالات الأوراق المالية المنصوص عليها في مادة ٢٧ من قانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢م وقد قصر تقديم مشورات الأوراق المالية علي الشركات التي يرخص لها بمباشرة هذا النشاط علي أن لا يقل رأسمالها عن ٢٥٠ ألف جنية مدفوعة بالكامل(1).

ثانياً ـ تقديم استشارات أوراق مالية جديرة بالثقة:

ويلتزم مستشار التداول أن يقدم لعميلة استشارة تداول جديرة بالثقة بها ـ ويعني ذلك أن تستوفي بالقطع الاستشارات المقدمة للعميل ثلاثة شروط حتى تفي بحاجته منها وهذه الشروط هي الدقة وتشمل مبدأ الملائمة والمعاصرة والشمول فإذا طلب مستثمروا استشارة من أحد مستشاري التداول أيا كان فردا أم شركة ـ فقدم له مستشار التداول مشورة بأن الشركة المستفسر عن الأوراق المالية الخاصة بها، أنهت لتوها عقد توزيع لمنتجات

(1) انظر الوقائع المصرية، عدد ٩٨ بتاريخ ٢٠٠٧/٥/٣م.

يربطها بشركة أخرى وأوصاه بعدم شراء أسهمها أعرض المستثمر عن شراء أسهمها وانتشر الخبر بين المستثمرين فانخفضت أسهم هذه الشركة في البورصة ثم تبين عدم صحة المعلومات التي بنيت عليها النصيحة وقدمها المستشار لعملائه ــ ففي هذه الحالة تتجلي أهمية الالتزام الملقي علي عاتق مستشار تداول الأوراق المالية بالدقة والتحرز عند تقديم مشورة الأوراق المالية بحيث لا يدخل المساعدون والمحللون الماليون الذين يعملون لديه في ذاكرته إلا الدقيق والمعاصر والشامل والملائم من المعلومات للعميل وطلباته الاستثمارية[١].

ويقصد بالدقة أن تكون استشارة الأوراق المالية المقدمة دقيقة بالقدر الذي يسمح له بالاعتماد عليها من حيث المعني واللفظ فلا يجوز تغافل حروف جر مثلا أو أفعال[٢]. لذا منعت هيئة سوق المال السعودية تقديم مشورة ونصائح تتعلق بالأوراق المالية عن طريق الهاتف النقال[٣].

وعلي هذا الأساس تنعقد مسئولية مستشار الأوراق المالية عن كل مشورة غير دقيقة طبقا للقواعد العامة.. كما يجب أن تصدر استشارة التداول من المختص بذلك في شركة السمسرة[٤] ويحق لكل صاحب مصلحة اللجوء للقضاء.

---

(1) سنتكلم عن مبدأ الملائمة في تقدم مشورة الاستثمار في الأوراق المالية فيما بعد.

(2) وقد حكم بأنه لا يعد موقفاً بتلك المعلومات موصوفاً بعدم الدقة إذا جرد الكلمات من حروف الجر التي تسبقها أو تتلوها أو من أدوات التصريف لأن هذا التجريد دارج في مجال المعلوماتية لاختصار حجم المعلومات أو بعبارة أدق "حجم الملف" الذي يجري منه البحث...انظر د/ محمد حسام محمود مصطفي، عقود خدمات المعلومات دراسة مقارنة من القانونين المصري والفرنسي، بدون ناشر، سنة ١٩٩٤م. ص١٣٦.

(3) خبر نشر عن طريق شبكة التلفاز.

(4) انظر قانون سوق رأس المال المصري رقم ١٩٥ سنة ١٩٩٢م واللائحة المنفذة له.

وعلي ذلك يمكن أن تنعقد مسئولية مستشار الأوراق المالية عن تقديم استشارات أوراق مالية مغلوطة أو مبتسرة قصيرة أو مفرطة في التفاؤل أو التشاؤم.

والمعاصرة يقصد بها أن تكون استشارة التداول مواكبة لأحداث السوق والتطورات في سوق المال ولا تبني علي معلومات باليه علي الرغم من صعوبة احترام هذا الالتزام لسرعة المعلومات وتداولها ودوام تغيرها في عالم المال والتي تبني عليها نصيحة التداول في الأوراق المالية. ويحق للعميل المستثمر في الأوراق المالية إذا ما تلاحظ تخلف مستشار الأوراق المالية وثبت له عدم استطاعته مواكبة إيقاع السوق وسرعة المعلومات الحق في إنهاء العقد.

أما الشمول ويقصد بها أن تكون استشارة الأوراق المالية المقدمة للعميل المستثمر متكاملة وشاملة بحيث تصلح سندا للعميل في ذاتها في اتخاذ قراره. والمقصود بالشمول هو الشمول النفسي المحدد بحاجات العميل الاستثمارية وأهدافه.

ولا يعد إخلال بعنصر الشمول إصدار العميل المستثمر بنصائح تقتصر فقط علي الاستحسان في الشراء أو البيع بدون دراسة وافية مقدمة للعميل مادامت الثقة وجدت بين الاثنين والتعامل مستمر ما لم يشترط العميل خلاف ذلك ومثال ذلك أن يحسن مستشار التداول للعميل شراء أوراق مالية لشركة ما خلال فترة من فتح السوق وبيعها في وقت آخر.

ـ الاحتيال والخداع وسوء السلوك المتعمد والطائش.

إن مصطلح الاحتيال مصطلح شائع ويحمل العديد من المعاني وتنقسم إلي احتيال فعلي واحتيال بناء. والاحتيال الفعلي هو تشويه أو تحريف أو كتمان للحقيقة بشكل متعمد والذي يؤثر بشكل جوهري علي الشخص

الأخر، أما الاحتيال البناء فهو أن ينتقص مستشار الاستثمار من كل من الواجب العادل والمنطقي وليس بالضرورة أن يشمل علي أي ذنب أخلاقي أو الشُبه في الخداع أو الكذب الفعلي ويمكن أيضا تعريفه علي أنه أي اختراق أو نقض للواجب عن طريق تضليل الآخر لإجحافه وذلك بغض النظر عن نيته[1].

وقد أقرت محكمة استئناف أوكلاهوما بأن الاحتيال البناء لا يتطلب نية من أجل الخداع من قبل مستشار الاستثمار وأن المسئولية القانونية للاحتيال البناء ربما تعتمد علي الإهمال أو حتى الاحتجاج البريء علي الرغم من ذلك فإنه يجب أن يكون الاحتيال البناء معتمدا علي خرق بعض الواجب العادل والمنطقي الذي يخضع له[2] مستشار الاستثمار. علي سبيل المثال حيث أن الشخص لديه الحق في التحدث ولكنه مع ذلك يمكث صامتا وهنا يمكن القول أنه ربما في حالة من الاحتيال البناء بل يمكن القول أن مجرد الاحتجاج البريء علي أمر ما يمكن أن يمثل احتيال بناء.

وقد أقرت محكمة أوكلاهوما أن الاحتيال البناء (Constructive fraud) يشمل علي نفس العواقب القانونية للاحتيال الفعلي (Actual fraud) ويجب علي المدعي أن يثبت العناصر التالية ليسبب القضية بمقتضي ضرر الاحتيال البناء:

أ) إن المدعي عليه مدين للمدعي بواجب الإفشاء التام هذا الواجب سيكون جزء من الواجب الإنتمائي العام والذي يدين به المدعي عليه للمدعي وربما يظهر هذا الواجب حتى علي الرغم من عدم وجوده فيما بعد في العلاقة بين (المستشار والعميل) رغم عدم ملاحظته في بادئ الأمر.

---

(1) Investment Advisories Act. 1998. U.S. Dist. Lexis 11467. http://www.Lexis.com/research/retrieve.

(2) انظر المرجع السابق.

ب) إن المدعي عليه قد أخفق أو فشل في إبلاغ الحقيقة للمدعي.

ج) إن هذا الإهمال أو البيان الخاطئ للمدعي عليه كان ضروريا.

د) إن المدعي اعتمد علي البيان الخاطئ للمدعي عليه أو إهماله.

ه) إن المدعي يعاني من إضرار كنتيجة لإهمال المدعي عليه[1].

وفي قضية مكتب (Eugenic Palumbo و Genie Palumbo Palumbo) لتأمينات ومعاشات الموظفين (شركة مساهمة) المدعي ضد المدعي عليه مكتب (Marvin shulman) لإدارة الأعمال وخدمات الاستثمارات وكمقدم خدمات للمكتب سالف الذكر. قام المدعي برفع قضية ضد مكتب إدارة الأعمال والاستشارات بقيامها بخرق وانتهاك القانون العام للواجب الائتماني والخداع وخيانة الأمانة، وسوء التمثيل المتعمد والكسب غير المشروع وانتهاك قانون الأدلة ومخالفة العقد وعرض الموضوع أمام محكمة المقاطعة الجنوبية لولاية نيويورك بتاريخ ١٩٩٨/٧/٢٧م وذلك لأن المكتب المدعي عليه المذكور عاليه قام باستثمار موازنات المعاشات الخاصة بالمدعي ولم تكن هي الاستثمارات المربحة وبناء علي ما سبق فإن المدعي طالب بالكشف عن بعض الوثائق التي تتعلق بالعملاء الذي لا يعدون طرفا في التعاقد وذلك لتحديد معني الدخل الإجمالي. الذي يتكلم عنه المدعي عليه. وطالب المدعي عليه بأمر حماية[2] حيث أن طلب كشف الوثائق أمر غير مناسب وغير مبرر ويثقل كاهل المكتب بدون داعي. كما أنه ليس له صلة

---

(1) انظر المرجع السابق.

(2) يمنح القانون الفيدرالي (Fed.r.civ.p.26) المحكمة الحق في اتخاذ أي قرار تتطلبه العدالة من أجل حماية أي طرف من المضايقة، الإحراج، الاضطهاد، والأعباء غير الضرورية وأي مصاريف أخرى بدون داعي بما في ذلك عدم فتح طلبات الكشف (الاستيضاحات).

بموضوع القضية كما أن الوثائق المطلوب الكشف عنها تصل إلي ١٢ عـــام سابقة وقد منحت المحكمة المكتب المدعي عليه أمر الحماية وأن كان اتفــق المدعي والمدعي عليه علي تقديم ما يدل علي أن المــدعي عليـــه اســـتعان بمحترفين لتزويده بالاستشارة الاستثمارية[١].

والاحتيال علي ذلك يعتبر حالة عقلية تتعانق مع الرغبة من أجــل التضليل أو سلب المال وهو يشمل سوء السلوك والطيش[٢]. ويمكن تحديـــد سوء السلوك المتعمد (من قبل مستشار الاستثمار) حيث يعتبر تحديده أكثـــر سهولة من تحديد السلوك الطائش (عدم المبـــالاة (عـــدم مبـــالاة ــ طـــيش Recklessness) وقد ثبت أن تحديده صعب للغاية. ولقد عرفت محكمـــة الاستئناف[٣] في الولايات المتحدة في دورتها العاشرة عرفت الطيش علي أنه "سلوك بالغ البعد عن مستويات العناية العادية، والتي تقدم حظرا أو منعا مما يؤدي إلي تضليل البائعين أو المشترين وهذه الطرق تكون غيـــر معروفـــة للمدعي عليه. وفي الحقيقة من أجل القول أن ما قدمه المستشار يعتبر تضليل عن طريق الطيش، فإنه يجب علي المدعي أن يثبت بأن المدعي عليه لديـــه

---

(1) قضية المـــدعي فيهـــا مكتـــب (Uyne palumbo,Gene palumbo) للتأمينـــات ومعاشات الموظفين (شركة مـــساهمة) ضـــد المـــدعي عليـــه مكتـــب (Morvin shalman) لإدارة الأعمال والخدمات كمقدم خدمات للمكتب سالف الذكر. محكمـــة المقاطعة الجنوبية لولاية نيويورك تـــاريخ القـــرار ١٩٩٨/٧/١٤م تـــاريخ العقـــد ١٩٩٨/٧/٢٧م http://www.Lexis.com /Research /retrieve مرجع سابق.

(2) Investment Advisories Act – 1998 U.S. dist, Lexis – 49670.

(3) The United States Court of Appeals for the Tenth circuit has defined (Recklessness) as conduct that is an extreme departarture from the standards of ordinary care, and which presents a danger of Misleading buyers or sellers that is either known to the defendant or is so brious that the actor must have been a ware of it.
See: http://www.lexis.com/research/retrive/1998.u.s.dist.lexis114670.

معرفة بالحقيقة الجوهرية عن الموضوع المقدم عليه المشورة بشكل واضح. وأن المدعي عليه يجب أن يكون واعيا بكلا الآخرين. وأن عدم انكشاف هذه الحقيقة الجوهرية من المحتمل أن يضلل المستثمرين. ويفهم من هذا أن الطيش في ضمانات الاحتيال صعب الإثبات ويعد مهمل[١].

وقد أقرت محكمة الاستئناف في الولايات المتحدة[٢] في دورتها العاشرة أيضا فيما يتعلق بقضايا الاحتيال. مراعاة البعد الخاص أو (الفرصة الخاصة) بالمدعي عليه من أجل ارتكاب قضية الاحتيال وذلك لأن الباعث في أحيان كثيرة يكون تفسير علمي يعتمد عليه كدليل لبيان وجود الاحتيال من قبل مستشار الاستثمار ولكن لا تعتبر التفسير الوحيد والأمثل والذي يجب الاعتماد عليه. علي الرغم من أن وجود الباعث أو الفرصة يعتبران ضروريان ويمثلوا حالة نموذجية لإثبات الاحتيال من قبل المدعي عليه (مستشار الاستثمار). لكنهما في بعض الأحيان يعتبران غير كافيين فهما فقط يمثلان حالة استدلال قوي.

وعلي ذلك يجب علي المدعي أن يثبت أن المدعي عليه قد قام بتقديم بيان غير حقيقي في الاستشارة أو حذف منها. وأن المدعي كان علي غير علم بما يجري في الوقت الذي أتي فيه مستشار الاستثمار.

---

(1) See. Dist Lexis 114670.

(2) انظر : المرجع السابق.

المطلب الثاني

مشروعية الشروط الواردة على المحل

الشرط الموجد لواقعة غير مشروعة:

وهو بالقطع يختلف عن الشرط المستحيل. لأن الشرط المستحيل هو ما لا يمكن حصوله لأن القانون يمنع ذلك من حيث الأصل بينما هذا الشرط أوجد واقعة غير مشروعة. وكمثال في عقدنا محل الدراسة اشتراط أن تحدث استشارة التداول المطلوب تقديمها خسارة لأحد الأطراف الأخرى أو قلق ما في السوق أو تلاعب ما. وهو هنا يعد شرط مخالف للنظام العام حيث أن (محل العقد) الغاية المتوخاه منه غير مشروعة حيث يهدف المتعاقد للوصول إلي غاية معينة وبقصد غير مشروع[١].

وهو علي خلاف الشرط الملائم لمقتضي العقد، وهو الذي يقرر حكم العقد من حيث المعنى أو هو شرط مقرر لمقتضى العقد[٢].

قابلية الانفصال للشرط الموجد لواقعة غير مشروعة:

وفي الولايات المتحدة ينص قانون مستشاري الاستثمار (iAA) أنه لو ثبت عدم شرعية أي شرط من الشروط المبرمة في هذا القانون، فإن العقد انعقاده وتنفيذه ووجوده يكون أمراً غير مشروع لمصلحة أي شخص أو تحت

---

(1) انظر: د.عبدالله الجلبي، الشرط المستحيل والمخالف للنظام العام أو الآداب في القانون المدني، بحث مقارن، رسالة دكتوراه، الناشر المطبعة العالمية، سنة ١٩٨٥م، ص١ وما بعدها.

(2) راجع الشيخ د.علي الخفيف: المعاملات الشرعية، طبعة ١٩٤٧م، ص٢٤٥، والملكية ونظرية العقد، ص٢٣٩.

أي ظرف، في حين أن بقية شروط العقد المقررة تكون شرعية ولا تلغى ولا يؤثر ذلك على وجود العقد عامة[١].

•في مصر يمكن القول بذلك بالنسبة لمبدأ قابلية الانفصال للشرط الموجد لواقعة غير مشروعة في عقود استشاري الاستثمار.

وقد نصت المادة ١٤٣ مدني مصري على أنه "إذا كان العقد في شق منه باطلاً أو قابلاً للإبطال فهذا الشق وحده الذي يبطل إلا إذا تبين أن العقد ما كان ليتم بغير الشق الذي وقع باطلاً أو قابلاً للإبطال فيبطل العقد كله".

والغلط في القانون المصري هنا لا يختلط بمبدأ عدم جواز الاعتذار بالجهل في القانون، فمن يدعي جهله بالقانون يطلب الإفلات من أحكامه بسبب هذا الجهل، أما من يحتج بغلطه في القانون فهو يطلب التطبيق السليم للقانون، على أنه لا يجوز الاحتجاج بالغلط في القانون للإفلات من أحكام قاعدة قانونية آمره[٢].

كما تقضي المادة ١٢٤ مدني مصري على أنه "١ـ ليس لمن وقع في غلط أن يتمسك به على وجه يتعارض مع ما يقضي به حسن النية، ٢ـ ويبقى بالأخص ملزماً بالعقد الذي قصد إبرامه إذا أظهر الطرف الآخر استعداده لتنفيذ هذا العقد".

---

(1) Sec. 80b-19 Separbility, (iAA).

(2) انظر د/ محمد إبراهيم الدسوقي، نظرية الالتزام، بدون ناشر، ١٩٩٤م، ص١٠٦.

شروط الإعفاء من المسئولية أو التخفيف منها:

وهذه الاتفاقيات علي فرض وجودها يشترط عامة ـ ألا تكون مثل هذه الشروط والاتفاقات ـ هي الباعثة والدافعة علي التعاقد وإلا غدا العقد باطلا بطلانا ينصرف إلي جميع أثاره[١].

وفي الواقع أن الوضع في هذا المقام غير واضح في كل من مصر وفرنسا، ويرجع ذلك إلي عدم وجود نصوص قانونية خاصة بمدي مشروعية الاتفاقات الخاصة بإعفاء الخبير الاستشاري عامة ومستشار التداول في الأوراق المالية خاصة. من المسئولية الناشئة عن عدم تنفيذه لالتزاماته المنبثقة عن عقد تقديم المشورة أو الحد منها الأمر الذي أدي إلي انقسام الفقه إلي رأيين:

الرأي الأول: ذهب إليه فريق من الفقهاء[٢] يتزعمه (savatier) ويذهب إلي القول بتجريم الشروط المعفية من المسئولية في عقد تقديم المشورة العامة. وذلك لما يتمتع به هذا العقد من خصوصية تجعل من الضروري وجوب التشدد في مسائلة الاستشاري عما قد يصدر عنه من أخطاء أيا كانت درجة جسامتها. إذ المستشار شخص محترف، وممارسة مهنة تقديم المشورة من النظام العام الأمر الذي يقتضي منع الشرط الذي يستبعد المسئولية في حالة عدم تنفيذ الاستشارة.

---

(1) راجع: د.عبدالخالق حسن أحمد: الوجيز في شرح قانون المعاملات المدنية لدولة الإمارات العربية المتحدة، الجزء الأول. "مصادر الالتزام"، مطابع دبي سنة ١٩٩٩م، ص١٤٨.

(2) V. Savatier R. Les Contrats du Conseils Professional en droit Prive. Dalloz Series 1972, N. 39.

ويشترط أيضا هذا الرأي بقوله أن إعفاء المهني العالم بأصول وقواعد مهنته من مسئوليته ينفي كل فائدة بالنسبة للعميل غير المتخصص من المشورة المطلوبة. حيث أن اشتراط الأجر جاء نظير خدمة لم تؤد[١].

كما أن اتجاه القضاء يكشف صراحة عن هذا الاتجاه الذاهب إلي تحريم الاتفاقات المعفية من المسئولية في مجال عقد تقديم المشورة، وهو ما أفصح عنه القضاء صراحة بالنسبة للموثق والاستشاري القانوني[٢] ولا مانع من أعمال ذات المبدأ بالنسبة لعقود تقديم مشورة التداول والاستثمار في الأوراق المالية حيث أن محلها تقديم الدعم والعون الفني المتمثل في مشورة التداول المقدمة للعميل.

أما الرأي الثاني: فيذهب إلي صحة مثل هذه الاتفاقات المعفية من المسئولية في حال تضمينها في العقد الاستشاري حيث يقول: إنه من المستقر عليه – بين غالبية الفقهاء – هو جواز مثل هذه الاتفاقات المعفية من المسئولية وعلة ذلك هو عدم وجود نص قانوني صريح – فسواء في مصر أو في فرنسا – كما أنه يوجد مانع من تطبيق القواعد العامة، كما ذهب الفقيه "فيني"[٣] والقول بأن هذه الاتفاقيات من شأنها إهدار كل قيمة لعقد تقديم

---

(1) انظر في ذلك: إبراهيم عبدالله: الاتفاقات الخاصة وأثرها علي أحكام المسئولية القانونية للخبير الاستشاري، المجلة الجنائية القومية، المجلد المائة والأربعون، مارس ٢٠٠٥م، ص٢١٠.

(2) راجع: إبراهيم عبدالله: الاتفاقات الخاصة وأثرها علي أحكام المسئولية القانونية للخبير الاستشاري، مرجع سابق، د.حسن حسين البراوي: عقد تقديم المشورة، مرجع سابق، ص٤٢٤.

(3) انظر في ذلك: د.سعيد جبر: الضمان الاتفاقي للعيوب الخفية في عقد البيع، دار النهضة العربية، القاهرة، سنة ١٩٨٥م، ص٩٤.

و د. عبدالقدوس عبدالرازق محمد صديق: الالتزام بضمان العيوب الخفية في عقد البيع في قانون المعاملات المدنية لدولة الإمارات، دراسة مقارنة مع القانون المصري، رسالة ماجستير، القاهرة، ١٩٩٥م، ص٧٢.

المشورة مردود عليه بأن الإعفاء وبحسب صريح نص القانون يقتصر فقط علي الأخطاء اليسيرة دون الأخطاء الجسيمة التي يقع الإعفاء من المسئولية الناشئة عنها باطلاً بطلاناً مطلقاً.

ويلاحظ أن المشرع الفرنسي، وعلي الرغم من تقريره جواز الاتفاق علي الإعفاء من المسئولية الناشئة من الخطأ اليسير دون الجسيم إلا أن الاتجاه العام في التشريع والقضاء الفرنسي(١) هو التضييق من إعمال مثل هذه الشروط والاتفاقات ـ علي فرض وجودها ـ سواء باعتبارها شروطاً تعسفية أملاها الاستشاري بما يملكه من قوة اقتصادية للحصول علي مزية لاحقة فيها، الأمر الذي يستدعي اعتبارها كأن لم تكن(٢)، أو بالتوسع في إخفاء وصف الجسامة علي ما قد يقترفه الاستشاري من أخطاء ومن ثم بطلان الاتفاقات والشروط الخاصة بإعفاء المستشار من المسئولية الناتجة عن الإخلال بمثل هذه الالتزامات.

ونلاحظ في مصر بالرغم من عظم الدور الذي يقوم به الاستشاري في كافة المجالات وفي مجال استشارة التداول خصوصا أن العلاقة بين الاستشاري وعميله في مصر مازالت تخضع للقواعد العامة في المسئولية التي بدورها عاجزة في واقع الأمر عن حماية العميل غير المحترف وخصوصا في مجال استشارة التداول في الأسواق المالية.

---

(1) V. Cass. Civ., 1er. H., 15 Avril 1986, Juriclasseur. Periodique, la Semaine Juridique (J.C.P.), ed. E., 1986, N. 1551.

وانظر د. إبراهيم عبد الله، مرجع سابق، ص٢١٠.

(2) انظر: مادة ١١٣٤ من القانون المدني الفرنسي ومادة ٣٥ من القانون الفرنسي الصادر في ١٠ يناير سنة ١٩٧٨م.

وفي الولايات المتحدة الأمريكية:

تضمن قانون مستشاري الاستثمار والتداول في الأوراق المالية (IAA) مجموعة إجراءات فريدة يتعين علي أطراف العقد إتباعها بشأن التخفيف من المسئولية حيث نص علي "وجوب إبطال أي شرط أو بند أو حكم يلزم أي شخص التنازل عن الدعوي تحت أي مسمي أو قاعدة أو أمر. كما يجب إبطال أي عقد يستدعي انتهاك أي بند من هذا النص....)[١].

معني ذلك أن المشرع الفيدرالي لا يقر بأي تحقيق من مسئولية مستشار التداول المنصوص عليها قانونا ويعتبر شرط التحقيق كأن لم يكن إلا إذا كان العقد لا يتم إلا بهذا الشرط المخالف وهنا يجب إبطال العقد كله وبرمته.

الشروط والاتفاقات الخاصة بإعفاء مستشار التداول من المسئولية الناشئة عن خطأ تابعيه:

ويلاحظ أن صحة مثل هذه الاتفاقات في عقود المشورة في مصر وفرنسا رهينة بأن تكون طبيعة الالتزام التعاقدي تسمح بمثل هذه الاستعانة بمساعدين له في تنفيذ التزامه[٢] وفي عقدنا عقد تقديم مشورة التداول طبيعة العقد تسمح بالاستعانة بمساعدين بل قد يكون من الضروري الاستعانة بهم في معظم الأحوال[٣].

---

(1) Sec. 80b – 19 Separability, Investment Advisories Act 1998 U.S. Dist Lexis 114670.

(2) أنظر: د. عبد الخالق حسن أحمد: الوجيز في شرح قانون المعاملات المدنية لدولة الإمارات العربية المتحدة، الجزء الأول، مصادر الالتزام، مطابع دبي، ١٩٩٩، ص١٤٨.

(3) Section 204 Annual and Reports (IAA).

وفي فرنسا :

فإنه مع الاعتراف بشرعية مثل هذه الاتفاقات، إلا أن نطاق هـذه المشروعية يقتصر علي ما يصدر من تابعي المستشار أيا كان نوع مشورته من أخطاء يسيره، مما يعني استبعاد الخطأ الجسيم والغش من نطاق جـواز الاتفاق علي الإعفاء من المسئولية الناشئة عنها. ويعني هذا أن هذه الاتفاقات تجوز ولكن في الحدود التي يجوز للمدين فيها أن يشترط عدم إعفـاءه مـن المسئولية الناجمة عن خطئه الشخصي. وذلك لعدم وجود نص تشريعي فـي فرنسا يقرر مدي جواز الاتفاق علي إعفاء المدين من المـسئولية عمـا قـد يقترفه الأشخاص الذين يستخدمهم في تنفيذ التزامه من أخطاء[1].

وفي الولايات المتحدة الأمريكية :

ينص قانون مستشاري الاستثمار والتداول (IAA) علـي إمكـان استعانة مستشار الاستثمار في الأوراق المالية والتداول (بممثلين ومساعدين أو وكلاء أيا كان تسميتهم (advisory representative) أو (associated with a broker or deller) شخص مـرتبط أو متحـد مـع المستـشار الاستثماري. وهي تعني أي شريك، أو موظف، أو مدير، يعمل مـع أو أي شخص يخص هذا المستشار الاستثماري (أو أي شخص يؤدي نفس وظائفه) أو أي شخص يتحكم في أموره المستشار الاستثماري أو هو الذي يتحكم فيه سواء، بطريقة مباشرة أو غير مباشرة ويتضمن ذلك أي موظف مـع هـذا المستشار.

---

(1) http://www.marketcounsel.com/puplic.ret/2004.htm.

وممثلي مستشار التداول والاستثمار في الولايات الأخـرى يجـب عليهم أن يحصلوا علي ترخيص من وكالة الأوراق الماليـة فـي الولايـة التابعون لها وذلك حتى يتسنى لهم التعامل مع العملاء والتعاقد معهم(١).

مع ملاحظة أن لفظ "شخص" الواردة في القانون (IAA) في المادة السابقة تعني أي شخص طبيعي أو اعتباري(٢).

وبما أن الفرض أن كلمـة مـستخدم وتـابع لمستـشار التـداول والاستثمار تعني التبعية والخضوع. لذا فإن مستشار الاستثمار والتـداول لا يستطيع أن يدرأ عن نفسه المسئولية الناشئة عن عدم تنفيذه التزامـه بتقـديم مشورة التداول المنبثق عن عقد تقديم مشورة التداول والاستثمار في الأوراق المالية. أو تلك الناشئة عن تقديمه مشورة معيبة، إلا بإثبات السبب الأجنبي، ولما كان من شروط هذا الأخير عدم إمكان التوقع واستحال الدفع، فلقد بات مستقرا عدم جواز اعتبار هؤلاء الأشخاص من الغير(٣) لأن الاستشاري هو الذي دفع بهم وأدخلهم ليساعدوه في تنفيذ التزامـه، ودون أن يكـون لإرادة العميل أي دور في اختيارهم(٤).

كما أن السماح لمستشار الاستثمار والتداول فـي الأوراق الماليـة بإعفاء نفسه كلياً مما قد يترتب علي غش تابعية أو خطئهم الجسيم من شأنه أن يجعل الفنيين الذي يستعين بهم مستشار التداول في وضـع أفـضل مـن

(1) Sec. 80b-2, Definition, No. 17 (IAA) Section 204. Annual and the Reports. Rule 204, 2 (12).
(2) Investment Advisors, Office of Pubic Reference. http://www.sec.gov/investor/brokers.htm.
(3) Sec. 80b-2 Definitions No. (16) (IAA).
(4) Sec. 80b-2 Definitions No. 17 (IAA) Section 204 annual and the Reports Rule 204, 2(12).

المستشار نفسه رغم أهمية ما قد يعهد به إليهم[1]. ومما يدعم ذلك يلاحظ أن قانون مستشاري الاستثمار والتداول (IAA) عـاملهم معاملـة مستـشاري التداول أنفسهم وتطلب أن يسجلوا ويحصلوا علي تـرخيص للتعاقـد باسـم مستشار التداول في الولايات الأخرى[2].

وفي مصر:

يجب أن تصدر استشارات التداول من المديرين المتخصصين فـي الشركة (السمسرة) ولا يجوز لغير العاملين أو المديرين المتخصصين تقـديم مثل هذه النصيحة وتلتزم الشركة نفسها أن تكون هذه الاستـشارة ملائمـة للعملاء ولحالتهم المالية وخبرتهم في التعامل في الأوراق الماليـة ولـسائر ظروفهم الأخرى[3]، ومن ثم لا مجال للكلام عن إعفاء مستشار التداول هنـا (شركة سمسرة) من المسئولية عن خطأ تابعيه لأن الاستشارة أصلا يجب أن تصدر من تابعيه أو مديريه المتخصصين في تقديم مشورة التداول. وذلـك علي خلاف القواعد العامة في مصر والتي تقضي بجواز الاتفاق علي إعفاء الاستشاري من المسئولية الناتجة عن خطأ تابعيه حتى لو كانت ناشـة عـن الغش والخطأ الجسيم (مادة ٢/٢١٧ مدني مصري حالي)[4].

---

(1) Eugene Palambo, Bene Palumbo, Inc., Bene Palumbo, Inc Employee Retirement Trust and gene Palumbo, Planitiffs – Against Marivin Shulman. مرجع سابق
http://www.lexis.com/research/retrieve.

(2) Investment Advisories Act 1998, U.S. Dist Lexis No. 114670. http://www.lexis.com/research.retrieve.

(3) انظر المادة ٢٥٨ من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال المـصري رقـم ٣٥ لسنة ١٩٩٣م.

(4) مادة ٢/٢١٧ مدني مصري وتنص علي "أنه يجوز الاتفاق علي إعفاء المدين من أي مسئولية تترتب علي عدم تنفيذه التزامه العقد، إلا ما ينشأ عن غشه أو خطئه الجسيم، ومع ذلك يجوز للمدين أن يشترط عدم مسئوليته عن الغش، أو الخطأ الجسيم الـذي يقع من أشخاص يستخدمهم في تنفيذ أوامره".

وهذه المسألة في مصر لا تثير قلق المستثمرين، لأن الاستشارة أصلاً تصدر باسم شركة السمسرة لا المساعدين كما أنها كما ذكرنا يجب أن تصدر من المتخصصين والوحدات البحثية التابعة له في الشركة، ومن ثم لا أثر قانوني يظهر فيه المساعد، والمستثمر لا يهتم بالأمر فهو لجأ لشركة السمسرة بصفتها وأسمها أولاً وله الرجوع عليها عند وجود استشارة خاطئة وهو الأفضل له قانوناً وعملاً.

الشروط والاتفاقات الخاصة بتشديد مسئولية مستشار التداول:

ويأتي هذا التشديد في مسئولية المتعاقد وقت إبرام العقد وعادة ما يكون مقابل عوض مالي يحصل عليه يتمثل في الزيادة عن الأجر المستحق له وقت إبرام العقد، وعادة ما يتضمن هذا العرض المالي مع الأجر ليظهر في النهاية المقابل الإجمالي الذي يدفعه العميل(١). ويعد هذا التشديد تطبيقا لمبدأ الحرية التعاقدية.

ولقد بات منطقيا السماح لهذه الإرادة بالاتفاق علي التشديد من المسئولية الناشئة عن عدم التنفيذ(٢) ذلك أن المسئولية العقدية ليست من النظام العام. وقد أجازت المادة ٢١٧ من القانون المدني المصري مثل هذا الاتفاق علي تشديد المسئولية في فقرتها الأولى.

ويعد هذا العرض الذي يجعل تشديد المسئولية مقابل عوض مالي كثير الوقوع في الحياة العملية ويتصور وجوده في نطاق عقود تقديم المشورة(٣) عامة وعقد تقديم مشورة التداول خاصة.

---

(1) انظر: د. حسن حسين البراوي، مرجع سابق، ص٤٢٤.

(2) انظر: في ذلك د.حمدي عبدالرحمن، الوسيط في النظرية العامة للالتزامات، الكتاب الأول" المصادر الإرادية للالتزام"، دار النهضة العربية، طبعة أولي، سنة ١٩٩٩، ص٥٨٥، السنهوري، الوسيط، مصادر الالتزام، فقرة ٤٣٩، ص٦٧٣.

(3) (N) Reboul. Les Contrats des Conseil, Paris I, 1997.

وانظر: د/ حسن حسين البراوي، مرجع سابق، ص ٤٢٤.

ويمكن أن يأخذ هذا التشديد عدة مظاهر منها نقل التزام مستشار التداول من درجة بذل عناية وهو الأصل المتعارف عليه إلي درجة تحقيق نتيجة ويكون ذلك بالنص صراحة وبوضوح في العقد. فلا يكفي أن تكون العبارات واضحة في ذاتها طالما أنها عاجزة عن الكشف عن الإرادة[١]. كذلك يمكن أن يشترط في العقد أن يعوض المستشار العميل عن الأضرار الغير مباشرة بجانب التعويض عن الأضرار المباشرة كأصل يسأل عنه المدين[٢].

ومع أن القواعد العامة كما رأينا تسمح للمستشار أن يشدد من مسئوليته كما يشاء. نجد قانون مستشار الاستثمار والتداول في الولايات المتحدة (IAA)[٣] لا يعطي لأية ولاية من الولايات الحق في إصدار سند

---

(1) انظر: د.عبدالحميد فوده: النظرية العامة في تفسير العقد، رسالة دكتوراه، جامعة الإسكندرية، سنة ١٩٨٣م، ص٤٣٢، فقرة ٢٤٢.

(2) انظر: د.حسن حسين البراوي، مرجع سابق، ص٤٢٤.

(3) See. (iAA) Investment Advisers Act.

ولم تكن التعاملات في الولايات المتحدة الأمريكية تخضع أولاً لقوانين فيدرالية أو على مستوى كل ولاية، ومن ثم ظهرت ممارسات الغش والتلاعب في الأسعار والاحتيال في تعاملات الأوراق المالية وتفشي ظاهرة المضاربات الحادة مما أدى إلى أزمة ١٩٢٩ وما يسمى بالكساد العظيم، ومن ثم إفلاس أكثر من خمسة آلاف بنك وخسارة المودعين (٣) بليون دولار،ومن ثم أغلق روزفلت البنوك وبدأ التفكير جدياً في وضع قوانين لتنظيم سوق المال ومجال الأوراق المالية، وبدأت هذه التشريعات بقانون البنوك Banking Act سنة ١٩٣٣م والذي سمي بقانون Class Steagall (ACT) نسبة للسناتور هنري سيجال، ثم قانون مالوني Mallohey Act of 1936 وذلك للأسواق الغير منظمة وظهر بناء عليه الاتحاد الوطني لتجار الأوراق المالية (NASD) ثم قانون شركات الاستثمار Investment Company Act of 1939 ثم قانون اتفاق الوكالة Trust Indenture Act of 1939 (TiA) ، ثم قانون مستشاري الاستثمار ==(ما بعده)

قانوني أو قاعدة ملزمة تلزم مستشار التداول أن يحقق أي نتـائج أو أرقـام محددة أو يحقق ما يسمي بالحد الأدنى من الأرباح. وذلك بإصدار هذا الأمر ضمن قانون بإضافة هذا الأمر لقانون من قوانين الولاية التي يمارس فيهـا مستشار الاستثمار نشاطه ويوجد بها مركزه الرئيسي أو تنفيذ ذلـك عمليـا وقضائياً إذا كان عميل ما متظلم من النتائج والأرقام التي حققها المستـشار الاستثماري.

===(ما قبله) Investment Advisors Act 1940, (iAA) ، وقـانون حمايـة المـستثمر Securities Investor Protection Act 1970 (SiPA) ، وأنـشئت بموجبة مؤسسة Security Investor Protection Corporation (SiPC) وهي مؤسسة حماية المستثمر وتتولى تأمين حسابات العملاء لدى شـركة السمـسرة ولا تهدف للربح، وكل هذه القوانين قوانين اتحادية فيدرالية ، أما الولايات فقد أصـدرت قوانين سميت قوانين السماء الزرقاء، وهي قـوانين خاصـة بالولايـات، وجـرت محاولات لتوحيدها ووضع نموذج لها التزمت بعض الولايات بها، وقوانين الولايات تتفق في كثير من نصوصها. ثم على المستوى الفيدرالي أيضاً صـدر سـنة ١٩٩٠ قانون جبر الأوراق المالية وذلك لمواجهة مخالفات القـوانين ، وأورد فيـه بعـض التدابير الإدارية والقضائية الجديدة Securities Enforcement Remedies and Renny Stock Reform Act 1990 ، ثم أصدر أيضاً قانون إصـلاح الـسوق Market Reform Act, 1990 وذلك لمواجهة مخالفات أنشطة المطلعـين علـى الأوراق المالية.

الفصل الثالث

السـبب

وجود السبب:

ومضمونه أنه الغرض الذي يسعي المدين إليه من ارتضائه التحمل بالالتزام، دون الوقوف عند الغرض المباشر الأول[1] والسبب بهذا المعني لابد أن يكون موجودا (حقيقيا) وإلا كان باطلا، وفي ذلك تقتضي المادة (١٣٦) مدني مصري بأنه "إذا لم يكن للالتزام سبب .... كان العقد باطلا"

---

(1) حيث ينظر التقنين المدني الفرنسي بعين الاعتبار إلي سبب الالتزام وليس إلي سبب العقد نجد ذلك في نص مادة (١١٣١) وهذا ما عليه أحكام القضاء.

- v. Bull. Civ ., 1 N' 12, P: 102 et V. egalement, cass. Civ, 3', 1er mars.1989, j.c.p. 1989, IV, p: 161 et P: 176, cite par: Gestin (j) trait de droit civil, la formation du contrat , no 813, P:818.

أما التقنين المدني المصري، فيشترط أن يكون لكل التزام سبب قصدي، وأن يكون الباعث الدافع إلي الالتزام مشروعا (م ١٣٦).

وبذلك يخلط بين النظرية التقليدية والحديثة للسبب.

انظر في ذلك:

- أ.د.عبد الناصر توفيق العطار، مصادر الالتزام، بدون دار نشر رقم ٣٧، ص٧٦، مرجع سابق.
- د.محمود محمد شعبان: السبب الباعث علي التعاقد في الفقه الإسلامي، رسالة دكتوراه، حقوق القاهرة، سنة ١٩٩٤م.
- د. محمود جمال الدين زكي: الوجيز في نظرية الالتزام في القانون المدني المصري، الجزء الأول، في مصادر الالتزام، طبعة ثانية، ١٩٧٦، مطبعة جامعة القاهرة، رقم ١١٢، ص١٩٩، مرجع سابق.
- د.عبد الرازق السنهوري: الوسيط - العقد، مرجع سابق، رقم ٢٩٣، ص١٣٤.، عبدالفتاح عبدالباقي: موسوعة القانون المدني المصري، نظرية العقد والإرادة المنفردة، مرجع سابق، دراسة ومقارنة بالفقه الإسلامي، ١٩٨٤م، بدون ناشر.

وأيضا ما نصت عليه المادة (١١٣١) من التقنين المدني الفرنسي بأن الالتزام بدون سبب لا يمكن أن ينتج أثرا ويبطل العقد". وكذلك يجب أن يكون هـذا السبب مشروعا (م١٣٦) مدني مصري فإن كان رضاء المتعاقد على سـبب غير مشروع بطل العقد. ويعتبر السبب غير مشروع إذا جاء مخالفا للنظـام العام أو الآداب[1].

ونتناول ذلك بالتفصيل في مبحثين هما:

المبحث الأول: السبب حقيقي في عقد تقديم مشورة التداول.

المبحث الثاني: السبب مشروع في عقد تقديم مشورة التداول.

---

(1) انظر في مشروعية السبب د.عبدالفتاح عبدالباقي، مرجع سابق، رقم ٢١٦، ص٤٥٦، د.السنهوري، مرجع سابق، رقم ٢٧ص، ص٥٨٧٩، د.سليمان مرقس، المرجع السابق، رقم ١٦٥، ص٣٠٥، د.محمود جمال الدين زكـي، مرجـع سـابق، رقـم ١١٤، ص٢٠٢، وما بعدها.

المبحث الأول

السبب حقيقي (موجود)

ـ وجود سبب في تقديم الاستشارات بشأن الأوراق المالية:

في عقد تقديم مشورة التداول، التزام العميل واضح، ويقصد به دفع مبلغ مالي يقوم مستشار التداول بتحديده بالاتفاق مع عملية سواء علي هيئة دفعة واحدة أو علي هيئة دفعات شهرية متتابعة. ويمكن تقديره بنسبة من الأرباح التي يحصل عليها العميل بما يناسب أتعاب مستشار التداول. وذلك لتحفيز مستشار التداول علي بذل الجهد، وتدفعه للبحث الدائب عن الأوراق المالية المتداولة في السوق.

وعلي كل ليس من الواجب أن يخضع الأجر المحصل أو المستوفي فعلا لأية معايير تؤدي للإضرار بمصلحة العميل.

ومما يؤدي أيضا إلي إبطال العقد لعدم وجود السبب الحقيقي، غياب الخدمة وهذا يمكن أن يتمثل في حالة العميل الذي فقدت أوراقه المالية قيمتها بناء علي نصيحة مستشار التداول، فهل يعني ذلك أن مستشار التداول لم يقدم استشارة تداول صحيحة طبقا لمعناها العلمي والتي تؤدي لتقليل خسائر العميل وزيادة ربحيته.

وهل يمكن لمستشار التداول أن يتمسك بتكلفة استشارة التداول كسبب لأدائه، وإذا كان من المؤكد أن هذه التكلفة لا تتوقف علي النتائج المتحصل عليها.

فهل علي مستشار التداول أن يثبت من جهتـه فاعليـة استـشارة التداول المقدمة للعميل؟، أو بمعني آخر هل يجب أن تكون استشارة التداول المقدمة من مستشار التداول واضحة للعميل؟

هناك حكم قضائي في فرنسا يمكن له الإجابة علي هذا السؤال وهو خاص بعقد تقديم مشورة ومساعدة لشركة تحت التـصفية القـضائية. يقـدم بموجبه المستشار نصائح للشركة للنهوض بمركزها المـالي وذلـك لمـدة عامين، وفيما بعد طالب المستشار بالطريق القضائي الوفاء بباقي إتعابه نظير المشورة التي قدمها. إلا أن محكمة الموضوع رفضت طلبه، بل علي النقيض حكمت على المستشار برد ما قد يكون تسلمه من أتعاب، بحجة أن الاتفـاق كان خاليا من السبب، ومن ثم لا ينتج أثرا وحيث لم يثبت تنفيذ الأداء المتوقع من ذلك العقد، كما يوجد خطأ من جانب الشركة في وجود الأداء الموعـود به. لكن الدائرة التجارية لمحكمة النقض، نقضت هذا الحكم اسـتنادا لـنص المادة ١١٣١ مدني قائلة "....بحكمها هذا، لم تذكر محكمة الاستئناف أن ما قدمه الطرف الأخر في الالتزام كان خداعا أو وهما ولكنها استنتجت غيـاب سبب الاتفاق من ظروف تنفيذه وهذا خطأ في تطبيق النص المشار إليـه[(١)]. ومن هذا الحكم يتضح لنا أن الأداء من قبل المستشار، لم يكن به غش، أو لم يكن أداء وهما، وليس به خداع. وبالتالي فإن سبب العقد موجود، بالرغم من المشورة السيئة.

---

(1) V. Cass. Com. 30 Juin 1987, Bull, Civ. No. 163, P. 122; Gaz, Pal. 23-24 September 1987, P; 12; J. C.P. 1987, IV. 311.

وانظر أيضاً د/ محمود مصطفى حسن محمد، النظام القـانوني لعقـد إدارة الأوراق المالية، مرجع سابق، ص ٩٧

وفي القضاء الأمريكي:

قام المدعي John R. Cammage برفع دعـوي ضـد شـركة Robert Scott للسمـسرة وشـركة investment advisory firm of chestnut management للاستشارات الاستثمارية فـي الأوراق الماليـة بدعوي خرق متطلبات هامش الربح المبدئي كما حددها قـانون t, 12 c.f.r 220, No1,[1] بالإضافة لمخالفة الواجـب والتحايـل. ويطالـب المـدعي بتعويضات مالية بتغطية الخسائر التي يزعم أن المدعي عليه روبرت سكوت تسبب فيها لاستخدامه المبالغ فيه للائتمان. والحكم سيكون طبقا لقانون تبادل السندات 15 U.S.C.A 1934, 78ag.

والمحـكمة فـي الختام منحـت مستـشـار التـداول العـزل (Disimissed) في ظل قانون القواعد الفيدرالية للإجـراءات المدنيـة رقم ٤١.

---

(1) حيث يقر قانون (T) نوعين من الحسابات تحفظ للعميل بواسطة السمسار حساب عام (أي حساب هامش الربح) وحساب نقدي خاص، أي لا يخضع لمتطلبات الهـامش، وفي الحساب العام قيمة القرض يجب أن تحفظ في المستوى الحالي المطلـوب، أي تحت الـ(٥٥%) المطلوبة (هامش الربح) ولا يسمح برصيد الدين الخاص بالحساب أن يتجاوز (٤٥%) من القيمة الحالية للسندات في الـسوق، وتكـون تكميليـة فـي الحساب في صلتها بأي عمليات شراء إضافية للسندات بـالرغم مـن أن المجلـس الاحتياطي الفيدرالي لدية السلطة في أن يتطلب مستويات حفـظ للهـامش الـسريع بالإضافة إلى المستويات المبدئية، إلا أنه لم يفعل ذلك، وبناء عليه فإن قانون (T) لا يطلب أبداً طلبات هامش الربح (Margincolls) ولم يكن هنـاك عمليـات شـراء لسندات جديدة.

وما كشفت عنه الوقائع بما في ذلك المكافآت والعلاوات التي تــدفع له من حين لآخر وقدمت علي نحول منفصل(١).

وفي فرنسا:

للقضاة تقييم العمل المنجز من مستشار التداول (شركة المــشورة) بالنسبة للأتعاب المطلوبة وبشرط أن تكون أتعاب شركة المشورة مــشترطة بشكل جزافي وللقاضي تخفيض تلك الأتعاب لو كان مغالي فيها ولــو كــان متفقاً عليها وذلك قياسا بالخدمة المؤداة(٢).

---

(1) See. Case Gammage V. Roberts, Scott and Co.; Inc., et all., No. 71-480, T. United States district Coust For the Southern District of California, 1970 u.s dist lexis 8086; Fed. Sec. L. Rep. (CCH) p. 94, 760, Juin 13, 1974.
http://www.Nexis.com/research/search/submit.View Taggeblet.

(2) F. Callart Duitilleul et pH. Deleodcque, Contrats Civil et Commercieaux Precis Dalloz, 5e ed 2001, 9No 652-pH Maburie, L'Aynes et P-Y Gauter Contrats Specuaux. Cu Jas, 14 Ed. 2001-2002 No. 550-p-Y Goutuer, Obs. Sur. Cass. Civil 18 No. 1997 (RID. Civ. 1984, 40)
V. Chaless Goyet, Nicalas Rontcheresky Michel Stork, ***Op. Cit.,*** p. 943.

المبحث الثاني

مشروعية السبب

ـ الدافع غير الأخلاقي أو غير المشروع لطلب مشورة التداول:

فالمبادئ الأخلاقية تدين من يطلب النصيحة والمشورة ليضارب علي الاحتياجات أو الذي يتنكر لنظامه الاقتصادي الذي يحقق له الربح المعقول والكافي وذلك بطلب نصيحة أو مشورة للمضاربة. ولذلك يبدو من الضروري والهام تحديد ما إذا كان الدافع غير الأخلاقي أو غير المشروع يبطل عقد تقديم مشورة التداول منذ اللحظة التي أوجده فيها طرف من الأطراف أو الطرفين. واضعين في الاعتبار أن تنفيذ العقد قد يستمر لمدة طويلة وهو ما يحدث في أغلب الأحيان.

وبنظرة عامة علي العقود التي يكون الباعث فيها غير مشروع أو غير أخلاقي نجد أن أحكام القضاء تتفق علي تقرير البطلان كجزاء علي ذلك ولكن شرط أن يعلم الطرف الآخر بالباعث غير المشروع أو غير الأخلاقي، أو كان من الواجب أن يعلم(١).

والغرض من شرط العلم هو حماية الطرف الآخر حسن النية حتى لا يضار ويبطل عقده، إلا إذا ثبت علمه بعدم مشروعية باعث المتعاقد معه وبناء عليه لا يشترط هذا العلم إذا كان البطلان لا يضر الطرف الآخر.

---

(1) نقض مدني مصري في ٢٩ نوفمبر سنة ١٩٧٩م، مجموعة أحكام النقض ١٠٣/٣/٠، ص٣٥٨، مشار إليه في مؤلف الدكتور سليمان مرقس، الوافي، مرجع سابق، ص٣٠٢، هامش ١٢٧.

ويتبين مما سبق أن السبب في عقد تقديم استشارات التداول لن يكون مشروعاً إلا إذا المتداول طلبها لسبب غير مشروع ومن ثم تنفيذها بواسطة مستشار التداول وهذا يحدث أيضا في حالة ما إذا كان مستشار التداول لديه من المعلومات السرية التي يبرزها أمام العميل لإغرائه وحثه علي التعاقد.

ولا يشترط ذكر سبب الالتزام في عقد تقديم مشورة التداول وفي العقود عامة، كما أنه من المفترض أن الالتزام مشروع حتى ولو لم يذكر ذلك[١] في العقد، ولم يقم الدليل علي غير ذلك وعبء الإثبات هنا يقع علي عاتق ذلك الذي يتمسك به عدم مشروعية سبب الالتزام[٢].

نخلص مما سبق أن معظم حالات تقديم استشارات التداول لها سبب مشروع، إذ أنها تنصب علي تقديم مشورة تداول لعملية شراء أو بيع أو طرح الأوراق مالية لأول مرة ستتم في المستقبل ولا يمكن أن يؤدي تلاعب البعض في تنفيذ استشارة التداول أن يجعل سببها غير مشروع. [٣]

---

(1) انظر: د.سليمان مرقس،مرجع سابق، رقم ١٦٥،ص٣٠٢.

(2) انظر مادة (١١٣٢) مدني فرنسي ومقابلها في التشريع المدني المصر مادة (١٣٧).
وانظر حكم محكمة النقض المصرية بتاريخ ١٩٦٩/٤/١٧م، طبعة ٢٠٧، مجموعة أحكام النقض سنة ٢٠ص ٦٢٧ رقم ١٠٢.

(3) انظر القضاء الأمريكي (الولايات المتحدة):

Estate of Welle W. Kincoid, Deceased, Jane K. Johwsn and Joah D. Kincaid., Co. Executries, Petitioner V. Commissioner of Internal Rerenue Respondent Docket No. 14706-82, United States Tax Court T.C.Memo 1986-543; 1986 Tac Ct Meumo Lexis 61, 52 T.C.M. (cch) 1003; 86543 November 12, 1986.
http://www.Nexis.Com/Research/Submit.View.Jagged.
Investment Advisers Act, 1998, U.S. Dist. Lexis 114670.
http://www.Lexis.com/research/vetriver?

القسم الثاني

آثار عقد الاستشارات بشأن تداول الأوراق المالية

ويحتوي على بابين

القسم الثاني

آثار عقد الاستشارات بشأن تداول الأوراق المالية

تمهيد:

إذا تم العقد مستوفيا أركانه وروعيت فيه كافة الشروط التي يتطلبها القانون، ترتبت عليه جميع آثاره الإلزامية بين طرفيه ووجب عليهما احترامه والتقيد به، كما يحترمون القانون ويتقيدون به.

وينشئ العقد محل البحث عدداً من الالتزامات على طرفيه نعرضها في بابين:

الباب الأول: التزامات المستشار.

الباب الثاني: التزامات العميل.

الباب الأول

التزامات المستشار

ويحتوي على أربعة فصول:

تمهيد

الفصل الأول ـ الالتزام بتقديم المشـــورة

الفصل الثاني ـ الالتزام بسرية المعلومات

الفصل الثالث ـ الالتزام بالمـــــــلاءمة

الفصل الرابع ـ مسئولية المستشـــــــار

الباب الأول

التزامات المستشار

ثلاثة أنواع من الالتزامات:

عقد تقديم المشورة عامة، عقد ملزم للجانبين، بمعني أنــه ينــشئ التزامات متقابلة في ذمة كل من المتعاقدين[١] والعقد محل البحث له طبيعتــه الخاصة التي تنعكس علي الأداءات الرئيسية لطرفيه. هــذه الأداءات التــي تتقابل فيما بينهما بحيث يمكن القول أن أداء كل طرف لالتزاماته مرتبط أشد الارتباط بأداء الطرف الآخر لالتزاماته.

ويضع هذا العقد علي عاتق طرفيه طائفة من الالتزامات ملقاة علي عاتق استشاري التداول، يقابلها في الوقت ذاته طائفة من الالتزامات ملقــاة علي عاتق العميل.

وفيما يلي نتعرض لهذه الالتزامات وذلك علي النحو التالي:

الفصل الأول: الالتزام بتقديم المشورة.

الفصل الثاني: الالتزام بسرية المعلومات.

الفصل الثالث: الالتزام بالملائمة.

الفصل الرابع: مسئولية المستشار.

---

(1) انظر: د.عبدالرازق السنهوري: الوسيط في شرح القانون المدني ومصادر الالتــزام، طبعة دار النهضة العربية، مرجع سابق، ص٦٨.

الفصل الأول

الالتزام بتقديم المشورة

عقد تقديم الاستشارات بشأن تداول الأوراق المالية يفرض علي مستشار التداول مجموعة متباينة من الالتزامات وذلك بالنظر لتنوع الأداءات التي يلتزم بها مستشار التداول خلال مراحل تنفيذ العمل[١].

فاستشاري الاستثمار والتداول في الأوراق المالية قد يلتزم تجاه العميل بالتزام بسيط فحواه تحليل ودراسة أوراق مالية لشركة أو هيئة وتقديم المشورة بشأنها سواء من ناحية شرائها أو بيعها أو طرحها لأول مرة أو إصدارها لأوراق مالية وذلك من ناحية الزمان والمكان والكيفية والنوعية المناسبة للعميل سواء كان شركةً أم هيئةً أم فرداً عادياً. أو يلتزم فقط بتقديم مشورة تحتوي علي العناصر النافعة والمناسبة التي تعين العميل علي اتخاذ قراره.

ولكن قد يذهب استشاري التداول أبعد من ذلك فيقوم بمساعدة العميل المتداول أثناء تنفيذ مشورة التداول بالبيع أو الشراء أو الطرح لأول مرة للأوراق المالية. أو الدخول لأول مرة في البورصة (سوق الأوراق المالية). وهو ما يمكن أن يصل لحد الرقابة و الإشراف علي التنفيذ. مع العلم أنه يبقي الأداء الرئيس والأساس الذي يلتزم به الاستشاري بمقتضي عقد مشورة التداول هو الالتزام بتقديم استشارات خاصة بتداول الأوراق المالية للعميل.

---

(1) وفي فرنسا نظرا لأن شركات المشورة الخاصة بالتداول والدخول في البورصة لأول مرة غير خاضعة لقانون خاص فإن الالتزامات المفروضة عليها هي الالتزامات المحددة بواسطة الأطراف في اتفاق دخول البورصة وهناك قراران حديثان لمحكمة التجارة ومحكمة استئناف باريس يحملان توضيحات (تفسيرات) هامة عن نطاق (مدى) الالتزامات المفروضة علي شركة المشورة.
V.Charles Goyet. Nicalas Rontchevsky. Michel Storck. ***Op.Cit.***P. 945.

وعلي ذلك[1] يعتبر المستشار عامة واستشاري التداول في الأوراق المالية خاصة مهني وتفرض عليه التزامات معينة كمهني.

الالتزام بتقديم مشورة الأوراق المالية:

يعتبر الالتزام بتقديم مشورة الأوراق المالية من أهم الالتزامات التي يلقيها العقد علي عاتق أطرافه. فالاستشاري بصفة عامة يلتزم بتقديم استشارة للعميل، هذه الاستشارة يجب أن تكون أبعد عن مجرد الرأي البسيط أو المعلومات المجردة أو التحذير وإنما هي استشارة تنم عن إبداعه وتعكس خبرته وتكشف مهارته وقدرته المميزة[2] وتفوقه الفني.

ويذهب رأي في الفقه إلي أن الاستشاري عامة حتى يعد منفذا لالتزامه، عليه القيام بثلاث عمليات متتالية:

أولا: عملية البحث عن المعرفة.

ثانيا: الاستعلام علي أن تكون المعرفة هامة ومرشدة[3].

ثالثاً: تقديم المشورة.

ومع ذلك يمكن أن تختلط مشورة التداول ببعض المفاهيم الأخرى السائدة في سوق الأوراق المالية. مثل الإعلان أو التحذير أو النصيحة، وقد أوضحت محكمة النقض الفرنسية في حكمها الصادر في ٢٧ يونيو سنة ١٩٩٥ صعوبة التفرقة بينهما، بل وتختلط أحيانا بعضها البعض، وقررت في هذا الحكم أنه يوجد اختلاف بين هذه المصطلحات في الدرجة وليس الطبيعة.

---

(1) V. Philippe Le Tourneau. Le Responsabilite Civil Professionell. Ed Economica 1995, p. 55.

(2) انظر في ذلك: د.حسن حسين حسن البراوي، مرجع سابق، ص٢٤٤.

(3) (N). Reboul. Les Conrats de Conseil, Paris 1, 1997, P. 467.
أنظر د/ حسن حسين حسن البراوي، مرجع سابق، ص ٢٤٤.

أما الاستشارة عامة والاستشارة في سوق الأوراق المالية خاصة بخلاف النصيحة والإعلام والتحذير، حيث تعرف عامة بأنها الرأي الذي يدل علي ما يجب فعله ويعرفها البعض الآخر بأنها هي الرأي الذي يدل عليه ما يجب فعله أو الامتناع عن فعله[١] وهي غالبا تقدم بمناسبة عملية تندرج في إستراتيجية تهدف إلي تحقيق هدف محدد من قبل العميل. فالاستشارة هي إذن تسمح للمستشار بالمشاركة في قرار العميل والتأثير فيه، وفي الغالب يطلب العميل المعرفة المبنية علي معلومات والتي لا يمكن تقديمها إلا في صورة استشارة لأنها تجبر المستشار علي الالتزام بها.

وعلي ذلك يعد تقديم الاستشارات الخاصة بتداول الأوراق المالية، غير تقديم المعلومات المجردة الخاصة بالسوق والأوراق المالية والهيئات المصدرة لها. حيث توفر بيوت السمسرة أحدث المعلومات عن الأوراق المالية التي تتعامل فيها من خلال تقارير المتخصصين في مجالات الاستثمارات المالية[٢].

---

(1) Jack Vesain "La Responsabilitie du Banquier En droit Prive Francais 1983-P. 25.

انظر: د/ محمد أحمد صبيح، التزام البنك مانح الائتمان بتقديم النصيحة (أو المشورة) للعملاء، دار النهضة العربية، ١٩٩٨م، مرجع سابق، ص١٠.

(2) يجب التفرقة بين السمسار الذي يقدم الحد الأدنى من الخدمات لعملائه والمتمثل في الأعمال الكتابية الخاصة بالتعامل شراء أو بيعا ويحصل علي مقدار من العمولة (أجر) يتناسب مع هذا الحجم من الخدمة .، ويطلق علي هذا السمسار اصطلاح "سمسار الخصم" "Broker discount" وبين بيوت السمسرة التي تقدما لخدمة الكاملة في هذا المجال، وتتمثل هذه الخدمة في النواحي التالية: (١) ضبط وحماية الأوراق المالية (٢) توفير المعلومات المالية (٣) النصح والمشورة (٤) خدمة المضاربة في سوق السلع.(٥) منح الائتمان للعملاء.

French Security and Portefal Analysis: Concepts and Management (Ohais, Merrill Publications, 1989), pp. 35-41.

انظر: د/ نادية أبو فاخرة، د/ شامل الحموي، د/ محمود صبيح، د/ أحمد الزهري، مرجع سابق، ص ٥٢.

علي ذلك الاستشارة بناء علي ما سبق تهدف إلي توجيه القرار لدي من طلبها، أما المعلومة المجردة من رأي لا تتضمن بموضوعيتها أي بواعث دافعة إلي التصرف أو عدم التصرف .وإن كانت الاستشارة تبني علي المعلومة حيث أن المستشار يحتاج إلي المعلومات ليقوم بتحليلها ثم بناء علي الدراسة و التحليل يقدم استشارته[١].

ومن ناحية أخرى يخلط الفقه والقضاء الانجليزيان بين المعلومة والاستشارة ويفضل استعمال كلمة الاستشارة للدلالة عليهما معا[٢].

أما المشرع في الولايات المتحدة لا يوجد عنده ذلك الخلط، حيث أن المعلومة في سوق الأوراق المالية بخلاف استشارة التداول الخاصة بالأوراق المالية ولها قوانينها الخاصة التي تنظمها[٣] وإن كان يستخدم لفظ استشارة الاستثمار والنصيحة للاستثمار بمعني واحد وغني عن البيزن أن الاستشارة الخاصة بالتداول تعد درجة أعلي دقة وأكمل من النصيحة للاستثمار حيث أن الأخيرة تقدم بلا مقابل وتعد التزام غير تعاقدي يقع علي المحترف عند

---

(1) انظر: د.محمود مصطفي حسن محمد: النظام القانوني لعقد إدارة الأوراق المالية، مرجع سابق، ص٢٢٣،٢٢٤.

(2) انظر: أ.د/ السيد محمد اليماني، تقديم المعلومات والاستشارات المصرفية، مسئولية البنك تجاه المستعلم، مجلة الدراسات القانونية، أسيوط، العدد الأول، السنة الأولى ١٩٧٩، وانظر: د/ محمود مصطفي حسن محمد، مرجع سابق، ص٢٢٤/٢٢٣.

(3) انظر قانون: Investment Advisors Act, 1940 وتعديلاته المختلفة، وانظر أيضاً:

Sec. 61103 Confidentiality and disclosure of returnes and retun information procedure and administration, Chapter 61 Information Returns.

http://www.Frwebgate4.Access.gpo.g0/cgibin Waisgate Sgi? From Code.

الدخول مع العملاء في أي عقد[١] أما الاستشارة تجعل العميل يدخل في عالم الملموس بانجاز القرارات التي يجب اتخاذها فهي تؤثر وتستهدف واجب قائم بإلقاء الطلب في مجال الممكن[٢].

---

(1) فلاشك أن تحقيق التوازن في العلاقة التعاقدية والمركز القانونية للشخص المحترف في علاقته مع عملائه يقتضي الاعتراف بواجب تقديم النصيحة ويعرف بعض الفقه الفرنسي الالتزام في هذه الحالة بأنه واجب تبعي أو ضمني للعقود، ويري البعض أن الالتزام بتقديم النصيحة باعتباره التزام تابع خلقه القضاء ولكي يعالج به سلبية الالتزام بتقديم النصيحة باعتباره التزام تابع، خلقه القضاء لكي يعالج سلبية التعاقد المهني، وذلك يدفعه إلي اتخاذ دور أكثر فاعلية عند التنفيذ.
انظر "د.احمد أبو قرين: الالتزام بالنصيحة في مرحلة تنفيذ العقود، رسالة دكتوراه، ١٩٨٩، ص٧.
ـ د.نبيل محمد صبيح: التزام البنك مانح الائتمان بتقديم النصيحة أو المشورة للعملاء، دار النهضة العربية، سنة ١٩٩٨م.
وعلي ذلك النصيحة لا تصلح أن تكون محل التزام رئيسي في العقود ولكن تصلح أن تكون التزام تابع بخلاف المشورة حيث لا تكون إلا التزام رئيس في عقد مستقل ويفرق الفقه الإسلامي بين النصيحة والاستشارة، حيث النصيحة تقدم من جميع المسلمين بعضهم البعض، أما المشورة لا تقدم إلا من أهل العلم والأمانة ايا كان هذا العلم ديني أو دنيوي، وقد حث المشرع الإسلامي علي طلب الاستشارة، فعن رسول الله "صلي الله عليه وسلم" قال: " من أدي أمرا فشاور فيه أمرا مسلما وفقه الله لأرشد أموره" رواه الطبراني في الأوسط وفيه عمرو بن الحصين.
وعن جابر بن سمرة وغيره قال رسول الله "صلي الله عليه وسلم" المستشار مؤتمن إن شاء أشار وإن شاء لم يشر" رواه الطبراني.
أما النصيحة فهي واجبة وجوب أخلاقي وديني بين المسلمين فعن تميم الداري رضي الله عنه أن النبي في قال "الدين النصيحة" قلنا لمن، قال الله ولكتابه ورسوله ولأئمة المسلمين وعامتهم" وهنا يدخل في معني الأمر بالمعروف والنهي عن المنكر.
انظر صحيح الوائد ومنبع القواعد للحافظ نور الدين علي بن أحمد بن أبي بكر الهيثمي المتوفى سنة ٨٠٧هـ بتحرير الحافظ الجليل العراقي وابن حجر، الجزء الثامن، طبعة بيروت، لبنان، دار الكتب العلمية، بيروت لبنان، ص٩٧،٩٦.

(2) انظر د.محمود مصطفي حسن محمد، مرجع سابق، ص٢٢٣-٤٢٤.

وتختلف أيضا استشارة التداول عن عملية إدارة الأوراق المالية، فالاستشارة للإدارة تختلف عن عملية الإدارة ذاتها لمحفظة الأوراق المالية. حيث أن الاستشارة هي توصية لعميل إلي ما يجب أن يفعله إزاء عملية البيع والشراء والإصدار للأوراق المالية (التداول) [1] في السوق الأولي أو السوق الثانوي. فهي تعتبر عملية تقديم للعميل الراغب في تداول لأوراق المالية بأداء ذي طبيعة ذهنية وعقلية محضة وبالتالي لا يعد مسئولا من الناحية القانونية عن عملية التداول ككل.

ويلاحظ بناء علي ما سبق أن مهمة استشاري التداول هي تقديم مشورة التداول فحسب. وأنه يتعين التمييز بين هذه المهمة التي تشكل جوهر عقد تقديم الاستشارات بشأن تداول الأوراق المالية وبين ما إذا كان استشاري التداول مضطلع بمقتضي الاتفاق بينه وبين العميل بالقيام بمهام أخرى إضافية مثل قيام سمسار الخدمة المتكاملة والذي فتح معه العميل حساب الاستشارة أو النصح "Advisors Account" ليقصد الاستشارة أو المؤسسة المالية التي يفتح معها العميل حساب مساعد "Comte Assistee" لتقديم النصيحة في الأوراق المالية مثل البنك، ثم يقوم بوضع النصيحة موضع التنفيذ.

---

(1) ويعرف قانون مستشاري الاستثمار في الولايات المتحدة الصادر سنة ١٩٩٤م Investment Advisors Act عملية التداول بأنها:

"Association or Group of Persons, Whether Incorporated or Incorporated which constitutes, Maintains or Provides a Market Place or Faculties for Bringing to go there to go there purchasers and sellers of securities the functions commonly performed by a stock exchange as that term is generally understand, and uncludes the market place, and the market Facilities Maintained by Such Exchange.

ولكن مع ذلك يبقي أداء الاستشاري أداءً ذهنياً وعقلياً رغم مهمة التنفيذ بالبيع أو الشراء أو الإصدار والطرح للأوراق المالية ولا تنقلب أدائه وتصبح أداءات مادية[١].

شكل مشورة التداول:

وهنا يجب أن نلاحظ بداءة أن مهمة الاستشاري هي مجرد التحليل والدراسة وتقديم الاستشارة وأما ماعدا ذلك لا يعد من مهام الاستشاري بحسب الأصل[٢]. إلا أذا كان عمل الاستشاري مرتبطاً بالتنفيذ مثل سمسار الخدمة المتكاملة وأمين الاستثمار الذي يقدم استشارة للشركات بشأن الأوراق المالية. ويقوم بإصدار وطرح هذه الأوراق بل وتمويلها في بعض الأحيان. ويتم ما سبق بناء علي اتفاق بان يقوم مستشار التداول بعملية التنفيذ بأن يضع الاستشارات المقدمة منه موضع التنفيذ، وهنا يتغير وضع الاستشاري وتتغير طبيعة التزاماته بالتالي[٣].

وإذا كان استشاري التداول والاستثمار في الأوراق المالية عليه قبل أن يشرع في تقديم استشارات التداول أن يجمع ويتحري كافة المعارف والعلوم والمعلومات المفصح عنها من الشركات والهيئات المصدرة للأوراق المالية وأيضا الأوضاع السياسية والاقتصادية والاجتماعية المحيطة بسوق التداول والتي تعينه علي معرفة الوضع المطلوب. وكذلك معرفة وضع

---

(1) V. Tubert (A) Les Contrats d'engenieries conseil, ed., Masson, 1984, p. 122.

انظر: د/ حسن حسين البراوي، مرجع سابق، ص ٢٥٤.

(2) V. Phlippe Merle, Contrat de Management et Organization des Povoirs dans La societe, Dalloz, 1978. P. 1.

(3) V. Phlippe Merle. ***Op. Cit. P***. 1.

العميل وظروفه ومن ثم يحلل كل ذلك تحليلا علمياً حتى تأتي الاستشارة أكثر موافقة[١].

ولذا نظرا لهذا الكم من الأعمال التي تسبق تقديم الاستشارات الخاصة بتداول الأوراق المالية والتي لا يفهم العميل فيها شيئا حيث أن ما يهمه هو النتيجة فقط لذا يستحسن أن تقدم له المشورة في صورة أمر أو استحسان بالبيع والشراء.

وعامة التشاور يعد أصلا ائتمار لأن المشورة أصلا هي أمر البعض للبعض الآخر لذا قال تعالي في القرآن الكريم:"وقال يا موسي إن القوم يأتمرون بك ليقتلوك" أي يشاور بعضهم بعضا بأمر بعضهم لبعض. والائتمار هنا تشاور انتهي للإجماع علي مشورة واحدة، وهذا ما دعي إلي النصيحة من الرجل الناصح[٢].

ومن طرق التسليم لمستشاري التداول والتي ذكرها المشرع في الولايات المتحدة عند تعريفه لمستشار الاستثمار والتداول في الأوراق المالية.تسليم الاستشارة مباشرة للعميل أو عن طريق نشر استشاراته في منشورات وكتب تباع أو توزع علي العملاء مع التحليلات التي بنيت عليها وذلك بالنسبة لاستحسان الاستثمار في شراء أو بيع سندات مالية وذلك كجزء من عمل منظم أن يقدم الاستشارات عن طريق تحليلات أو تقارير للعملاء تتعلق بالأورئق المالية[٣].

(1) Cass. Civ (Bulletion des Aretes de la Court de-cassation) T.No. 46, Paris 2 Mai 1994 Dalloz, Inf., Rapport pp. 161.

(2) انظر تفسير القرطبي.

(3) Sec. 80b-2 definition. Title 15 Commerce and Trad Chapter 2D Investment Companies and Advisers.

والأفضل والواجب أيضا علي طرفي العقد الاتفـاق بـداءة علـي أسلوب تقديم استشارة (التداول) ووسيلة تنفيذ ذلك (الهاتف – الحاسب الآلي – الهاتف النقال – أو عن طريق اليد أو البريد).

عموما لاستيفاء الشكل الصحيح يجب أن تكون استـشارة التـداول معاصرة وحديثة ومنتجة لمعطيات سوق الأوراق المالية والتي تتغيـر مـن ساعة لآخري. كما يقال نفس القول بوجوب أن تكون استشارة التداول مـن الشمول بحيث تتيح للعميل أن يتخذ قراره علي بصيره. فلا يجوز أن يلتـزم المستشار بذكر الوقائع فقط مجردة من رأي باستحسان البيـع أو الـشراء. فيجب عليه أن يعطي للعميل نصيحة أو استشارة باتخاذ موقف معـين فـي موضوع معين(١)، وهو هنا بيع أو شراء أو إصدار الأوراق المالية.

فيجب أن تكون استشارة التداول من الدقة بحيث تمكن العميل مـن الاعتماد عليها كليا والمستشار هنا هو الطرف الذي يملك المعرفة التي يبحث عنها العميل، فهو الخبير في الأوراق المالية وطرق تداولها وظروف السوق وعليه لاستيفاء ما سبق أن يتبع ما تمليه عليه قواعد المهنة والمعرفة العلمية والعملية.

ويمكن لمستشار الأوراق المالية تصحيح استـشاراته إذا اكتـشف قصور في استشارته لاسيما إذا كشف التطبيق الواقعي لها في سوق التداول بعض خطئها قبل أن يضار العميل وذلك لأنه يعتد بدقة استشارة التداول في ضوء ما يسفر عنه التطبيق العملي لها وخصوصا أنها عبارة عن تنبـؤات مستقبلية.

(1) V. (M) Mulain, Etude Juridique deun Contrat de Conseil, Rev. Trim. de Civ., 1974, p. 3.

تسليم الاستشارة:

من حيث المبدأ فالتزام المستشار بالتسليم لاستشارة التداول يخضع للقواعد العامة بصدد ذلك، سواء تعلق الأمر بالمدة التي يجب أن يقوم خلالها بالوفاء به، أو بما يجب أن يشمل التسليم أو تعلق الأمر بكيفية التسليم.

فلكي يتم التسليم يتعين علي مستشار التداول أن يسلم العميل بالفعل الاستشارة المطلوبة بالإضافة إلي ملحقاتها التي تشمل كل ما يحتاجه التنفيذ الفعلي للمشورة مثل البيانات والجداول ومواعيد الشراء والبيع والأسواق المرشحة للعميل.

هذا التنفيذ الفعلي، كما تنص القواعد العامة[1]، الاستحسان بالبيع والشراء والوثائق والتقارير المبني عليها هذا الاستحسان تحت تصرف العميل بحيث يتمكن من استخدامها.

ولا يشترط لتمام التسليم أن يكون العميل قد تسلمها بالفعل فيكفي أن توضع المشورة تحت تصرفه لكي يتمكن من الانتفاع بها دون عائق أو مانع من جانب المستشار أو الغير (مساعديه) كما ينبغي أن يعلم المستشار العميل بأنه قام بوضع المشورة تحت تصرفه، فإعلام العميل بذلك يؤدي إلي تمام تنفيذ المستشار لالتزامه بالتسليم.

ولا يمكن للعميل عمليا أن يلجأ للتنفيذ العيني لالتزام المستشار بالمشورة، حيث أن شخصية المستشار محل اعتبار في مجال عقد المشورة لما يقوم به من أداء ذهني، ولا يمكنه أيضا أن يرغمه علي تسليمها، فهو وحده الذي يقرر انتهاءه منها خاصة إذا كان يعتقد أن الأداء الذي قام به ليس علي النحو المرضي قد يلحق ضرراً بسمعته وشهرته فلا يكون أمام العميل

---

(1) راجع المواد ٤٣١ــ٤٣٥ مدني مصري حالي.

إلا طلب فسخ العقد والتعويض أن كان له مقتضي، أما إذا كان مستشار التداول قد تمكن من الوصول إلي رأي بناء علي التحليل للمعلومات الموجودة في السوق وامتنع عن ذلك عن تسليم الاستشارة للعميل رغبة في الحصول علي مبلغ مالي أعلي من المتفق عليه، ففي هذه الحالة وفقا للقواعد العامة يمكن اللجوء إلي الحكم عليه بغرامة تهديديه وأن كان هذا الأمر غير مجدي وذلك لسرعة تغير وتحول سوق الأوراق المالية ولارتباط استشارة التداول بشخص المستشار[1].

مكان التسليم:

يجب أن يتم التسليم في المكان المتفق عليه مثل (مقر العميل مقصورة التداول) وبالكيفية المتفق عليها (التليفون ـ الفاكس ـ التلكس ـ البريد الالكتروني أو البريد العادي أو باليد مباشرة أو عن طريق الهاتف المحمول) وإلا فيتعين أن يسلم مستشار التداول العميل المشورة في المكان الذي اعتاد التسليم فيه والذي تحدده أعراف البورصة. وهو في الغالب إما المكان الذي يمارس فيه المستشار نشاطه.أما إذا لم يكن هناك اتفاق أو عرف يلزم مستشار التداول كما تقتضي القواعد العامة، فإنه يقوم بتسليم المشورة في مكان المدين أو في مكتبة أيا كان.

زمان التسليم:

لما كنا بصدد أداء ذهني يتعلق بأستشارة تعبر عن خلاصة الفكر وتخصص المستشار في الأوراق المالية. فإن طبيعة هذا الأداء تنعكس علي كيفية وفاء المدين به.

---

(1) انظر المواد من ٤٣٥ إلى ٤٣٩ من التقنين المدني المصري الحالي.

وعامة إذا تحددت مدة للوفاء بتقديم مشورة التداول فإنه يجب أن يتم الوفاء خلال هذه المدة. علي أنه إذا لم تحدد مدة لذلك فإن الطبيعة الخاصة لهذا الأداء تسمح بالقول بأنه يجب أن يتم تسليم الاستشارة خلال مدة معقولة يقررها قاضي الموضوع مراعيا ظروف السرعة والتقلبات اليومية الحادثة في سوق الأوراق المالية والتي يتصف بها هذا السوق حيث أنه في حالة اضطراب دائم. خصوصا في الأسواق المرنة مثل بورصة نيويورك والتي يمكن أن تتغير الأسعار فيها لأتفه الأسباب حيث أنها سوق حساسة لأي حادث يحدث. لذلك يجب أن تقدم قبل تبدل السوق وبناء عليه تغير احتياجات وأهداف العميل وذلك حتى يتمكن العميل من تنفيذ الاستشارة لتحقيق أهدافه الحالية.

وبناء عليه فإن عدم احترام الميعاد المتفق عليه يجيز للعميل طلب فسخ العقد، بل يكون له الحق في الفسخ ولو لم يلحقه ضرر من التأخير في الميعاد. فعامة في العقود الملزمة للجانبين لا يشترط أن يترتب علي عدم التنفيذ من جانب المدين ضرر يلحق بالدائن للقضاء بالفسخ. فالضرر ينتج من عدم قيام أحد الأطراف بتنفيذ التزاماته فمجرد عدم التنفيذ يكفي لوحده. وذلك لعدم ترك الطرف الآخر مرتبطا بالتزام في حين أن الطرف الآخر لم ينفذ التزامه المقابل[1]، كما يجوز للعميل أن يدفع بعدم التنفيذ إذا طالبه المستشار بدفع ما تبقي من المقابل المالي.

وفي حالة ما لم يحدد في العقد ميعاد التسليم فينبغي أن يسلم مستشار التداول المشورة في مدة معقولة يراعي فيها ظروف سوق الأوراق المالية وكذلك ما يستغرقه المستشار من وقت في جمع المعلومات وتحليلها والوصول إلي نتيجة عبارة عن استحسان أو توصية بالشراء والبيع تحقق

---

(1) انظر المواد من ٤٣٥-٤٣٩ من التقنين المدني.

أهداف العميل وطموحاته، إلا أنه يلاحظ أنه أي تغيير من العميـل لأهدافـه الاستثمارية أو إدخاله تعديلات عليها بمحض إرادته أو لتغير ظروف السوق أو لأي سبب يؤدي بالتالي لإعفاء مستشار التداول من التسليم فـي الوقـت المحدد مما يؤدي لعدم مسئوليته عن التأخير في التسليم.

ذلك هو الالتزام بتقديم المشورة الذي عبر عنه البعض بأنه يستخدم فيه عامل المعرفة ولا يمارس إلا بطريقة ذهنية[١].

لغة استشارة التداول:

وهي غير لغة العقد الذي يحرر بلغة القانون الخاضع له. واستشارة التداول كذلك يجب أن تكون مكتوبة باللغة الوطنية وإن كان لا يمنع الاتفاق علي كتابتها بأي لغة أخرى كاللغة الإنجليزية مثلا.

وإذا كان الاتفاق ينص علي أن يشمل التسليم التحليلات والدراسات التي نهضت وقامت علي أساسها استشارة التـداول (والتـي بـدونها تعـد الاستشارة تخمين غير علمي لا قيمة له وإن صح). فتقدم بنفس اللغة التي تم الاتفاق علي الكتابة بها عند التسليم وإن لم يوجد اتفاق قدمت باللغة الوطنيـة للعميل. وينطبق نفس الوضع علي التعليمات التي يقدمها المستـشار لعميلـه بكيفية وضع هذه الاستشارات موضع التنفيذ[٢].

وعامة يجب أن يكون هناك تطابق بين استشارة التداول وأهـداف العميل المعلن عنها في العقد بحيث تتفق مع حاجات العميل.

---

(1) D.F. Mialon. Contribution a l'etude Juridique d'un Contrat de Conseil, Les Contrats de Conseil en Organization d'enterprise. Rev. Trim. Dr. Civ. 1973, P. 5.

(2) انظر: د/ محمد أحمد صالح، نحو إرساء نظام قانوني لعقد المشورة المعلوماتية، دار النهضة العربية، سنة ١٩٩٤م، طبعة أولى، ص ١٦٣.

مدي إلزام استشارة العميل:

حرية العميل في اتخاذ قراره حرية مطلقة. وهي تثبت لـه ابتـداء وانتهاء فتثبت له في اتخاذ القرار النهائي، وتثبت له ابتداء فـي حريتـه أن يتعاقد أو لا يتعاقد[١].

وعلي ذلك فإن عنصر الاستقلال يعد عنصراً أساسياً من عناصـر عقد المشورة عادة ولا يقتصر علي الاستشاري فقط بل يتقرر كذلك للعميل.

وحتي في الحالات التي يتخذ فيها عقد مشورة التداول شكل عقـد نموذجي، مثل نموذج فتح حساب استـشارة (advisory account) لـدي شركات السمسرة ذات الخدمة المتكاملة في الولايات المتحـدة أو الحـساب المساعد في فرنسا (Comte Assistée) وهو اتفاق يلتزم بمقتضاه الوسـيط المالي مثل البنوك والسماسرة بتقديم النصائح للعميل حيث يمكن أن تعد هذه النماذج بمثابة عقد إذعان، لكن نلاحظ إن العميل أيضا له حرية الدخول فـي العقد النموذجي أو عدم الدخول. وعلي ذلك يمكن أن يعد العقـد النمـوذجي مترادفا لعقد الإذعان[٢].

ويعتبر مبدأ الحريـة التعاقدية مبدأ من المبادئ المستقرة والتي يتذرع بها السماسرة والبنوك خاصة عند رجوع العميل عليهم بـالتعويض تأسيـسا علي تقديم الاستشارة للعميل لعدم تحقيقها الأهداف المرجوة منها.

---

(1) انظر: في ذلك د. حسن حسين حسن البراوي، مرجع سابق، ص٦٥.

(2) انظر: د/ حسن حسين البراوي، مرجع سابق، ص ص ٦٤، ٦٥.

الفصل الثاني

الالتزام بالســـــرية

لما كان استشاري التداول مهنياً وكانت هناك طائفة من الالتزامات الخاصة المفروضة علي المهنيين[١]، وهي بخلاف الالتزام الأصلي والرئيس الملقي علي عاتقه والمتمثل في وجوب تقديم مشورة تداول والسابق الحـديث عنها.

وهذه الطائفة من الالتزامات والتي تلقي علـي عـاتق استـشاري التداول التزامات متعددة وتتضمن الكثير من الالتزامات.

حيث يقرر الفقه أن من ضمن الالتزامات المفروضة علي المهنـي بصفة عامة الالتزام بالمحافظة علي السر المهني[٢].

كما أن استشاري التداول قد يكون سمسارا وهذا السمسار قد يقـوم بتنفيذ الاستشارة التي قدمها للعميل في سوق الأوراق المالية وهو ما يحـدث في معظم الأحيان، فيقوم هو بالبيع أو بالشراء بناء علي النصيحة المقدمـة للعميل. وقد يكون بنكا (أمناء الاستثمار) وبناء علي النصيحة المقدمة للعميل سواء أكان شركة أم هيئة ترغب في طرح أسهم أو سندات لأول مـرة فـي السوق ومن ثم يقوم البنك بعمليات الإصدار والطرح لأول مرة بجانب تقديم المشورة ومن ثم تختلف التزامات استشاري التداول هنا عن كونه مستـشار تداول يقدم حلولا نظرية فقط دون تنفيذ ومن ثم تزيد التزاماته.

---

(1) V. Philippe le Tourneau. La responsbilite Civil Professional Ed. Economics, 1995, p. 55.

انظر: د/ حسن حسين حسن البراوي، مرجع سابق، ص ٢٤٣.

(2) Jean, Savatier, Etude Juridique de la Profession Liberate. These Poitiers, 1940, p. 293.

واجب الثقة والأمانة علي أسرار العميل:

فاستشاري التداول لن يتمكن من القيام بمهمته بتقديم استشارة تداول للعميل إلا بعد معرفة أهداف العميل الاستثمارية ودراسة وتحليل وضعه، وهذا يتطلب أن يجيب العميل علي كل استفسارات مستشار التداول فيما يتعلق بالأوراق التي يرغب في شرائها أو بيعها أو طرحها أو إصدارها لأول مرة والسبب الذي دفعه لذلك وحجم نشاطه وأمواله وشركائه وغير ذلك من المصطلحات التي تعبر عن ثقة العميل في استشاري التداول. والتي يتعين أن يكون مستشار التداول أهلا لها. فيلتزم بعدم إفشاء أسرار العميل لمنافسيه أو للغير أيا كان.

وتقرر المادة (٦) من لائحة عمليات البورصة في فرنسا علي أن الاستشاري المالي والذي يعد تقديم استشارة التداول الخاصة بالأوراق المالية جزأ من عمله[1] عليه أن يحترم السر المهني.

وفي الولايات المتحدة الأمريكية ينص المشروع الأمريكي علي وجوب احترام مستشار الاستثمار والتداول في الأوراق المالية للسر المهني وضرورة عدم كشفه لأي معلومات تخص العميل أعطاها له بمناسبة التعاقد الذي تم بينهما لتقديم مشورة استثمار وتداول خاصة بالأوراق المالية حيث تنص المادة (sec–80b-10) من قانون مستشاري التداول علي أنه :"لا يوجد أي قاعدة في المادة يجعل اللجنة تطلب من أي مستشار استثماري.... كشف المصلحة أو عمليات الاستثمار أو أعمال أي عميل يخص المستشار الاستثماري في ذاته"[2].

(1) انظر في ذلك: د/ حسن حسين حسن البراوي، مرجع سابق، ص١٥٧ وما بعدها.
(2) See-8b-3a-State and Federal Responsibilities.

ويستثني من هذا النص حالة إذا كان كشف تلك المعلومات ضروريا في عمل إجراء هدفه الأساسي هو تعزيز أحكام القانون وتطبيق القانون تطبيقاً سليماً حيث سمح قانون مستشاري الاستثمار هنا لمستشار الاستثمار والتداول بإفشاء سر العميل للجهة المسئولة سواء قضائية أو إدارية[١] فالسر بوجوده لا يستند للمصلحة الخاصة فقط، فهناك مصلحة عامة تتمثل في حسن تنفيذ وممارسة الأنشطة الإنسانية، وهناك حاجة لتحقيق العدالة أو المصلحة الاجتماعية وهي تتقدم علي مصلحة العميل الشخصية[٢].

حق الكشف عن الوثائق والمعلومات التعاقدية والمالية والاستثمارية في القوانين الفيدرالية الأمريكية والقضاء الأمريكي:

إن مجال الكشف بموجب القوانين الفيدرالية الأمريكية للإجراءات المدنية هو مجال واسع وتحكمه الضوابط وذلك فقط في حالة الحماية القانونية ويمكن للأطراف الحصول علي حق الكشف بخصوص أي موضوع (ذي علاقة) بموضوع القضية فيما إذا كانت مرتبطة بالادعاء أو الاتهام أو ترجع إلي إدعاء أي طرق أخرى، بما فيها التواجد والوصف والطبيعة والحراسة والظروف أو مكان أي سجلات أو وثائق أو أي أشياء ملموسة أخرى وكذلك هوية وموقع أي شخص آخر لديه معلومات مرتبطة بالأمور المستكشفة[٣].

---

(1) See-8b-3a.

(2) V. Cass. Crim, 30. September 1991, (J.C.P. 1992, Juli, P. 176).
وانظر: إدوارد الخياط ـ الحصانة القانونية لأسرار المهنة في القانون المقارن، مجلة الحق ـ اتحاد المحامين العرب، السنة الثالثة، العدد الأول، يناير ١٩٧٢م، القاهرة، ص ٥٠.

(3) انظر قضية:
Egene Palumbo, Gene Palumbo, inc Employee Retirement trust and egne Palumbo IRA, Plainitffs-against,Marvin Shulman. Marvin Shulman inc. مرجع سابق
http://www.lexix.com/research/retriver?

وقد لا يسمح القاضي بعرض المعلومات المكتشفة أثناء جلسة المحاكمة ـ خصوصا إذا كانت تلك المعلومات مرتبطة بقصد التوصل إلي أدلة أخرى غير مرتبطة بموضوع القضية[١].

ويفسر مصطلح (ذو علاقة) السابق كما استخدم في القواعد الفيدرالية للقانون المدني (ص٢٦) يشمل علي أمر مرتبط أو قد يؤدي إلي أي أمر آخر من شأنه الارتباط بأي نقطة فاصلة في القضية[٢].

ويتجه القضاء الأمريكي إلي أنه لا يمكن استخدام مصطلح (الكشف أو إفشاء السر)[٣] كترخيص لاختلاق دعوي لا وجود لها ويمنح القانون الفيدرالي (م٢٦) المحكمة الحق في اتخاذ أي قرار تتطلبه العدالة من أجل حماية أي طرف من المضايقة أو الإحراج أو الاضطهاد والأعباء غير الضرورية وأي مصاريف أخري بدون داعي بما في ذلك عدم منح طلبات الكشف (إفشاء السر) أو الاستيضاحات[٤].

ويمكن للمدعي عليهم تقديم المعلومات السرية التي تخص العميل أو أشخاص آخرين تعامل معهم مستشار الاستثمار والتداول من تلقاء نفسه أو بناء علي توجيهات المحكمة ويشترط أن تحتفظ بسريتها وأن تستخدم في حالة الدعوي المرفوعة فقط. بحيث يمكن تداولها مع كل من هيئة الدفاع

---

(1) المرجع السابق.

(2) المرجع السابق.

(3) انظر المرجع السابق.

(4) أوضح مجلس البورصة الأمريكي (SEC) بأن الإفشاء هو:"بث المعلومات بشكل علني من خلال وسيلة إعلان عامة مصممة لمخاطبة المجتمع الاستشاري عموما" وظهر هذا التعريف للإفشاء لأول مرة عقب فحص (SEC) لموضوع Fabuge INC, 455, E.C. 249, 256 (1973). انظر: د/ حسن فتحي، مرجع سابق، وانظر موقع: http://www.nexis.com/research/search/submit.viewtagged

وموظفي المكاتب القانونية الذي بموجبه يكون لهم حق الإطلاع علي المستندات وكذلك المحققين المسئولين عن تلك الدعوي وهؤلاء لهم الحق في الإطلاع علي هذه المستندات.

ويجب أن يكون لديهم علم أن هذه المستندات سرية للغاية ويجب أن يحتفظوا بخصوصيتها.

ويمكن لهم أخذ تعهدات مكتوبة قبل تقديم هذه المعلومات السرية ليلتزم فيها كل من له حق الإطلاع بأنهم سيحافظوا علي سرية المعلومات التي لديهم والمتصلة بالقضية(١).

وفي قضية (أجين بالمبو) ضد شركة (مارفين شولمان) المدعي عليها، والتي تقوم بتقديم خدمات إلي المدعي (أجين بالمبو) بما فيها لستشارات الاستثمار والتداول وذلك بالاستعانة بمحترفين... توقف المدعي عليهم من تلقاء أنفسهم في هذه القضية وذلك في المؤتمر (a pretrial conference) والذي عقد قبل المحاكمة عن تقديم أو الكشف عن بعض الأمور التي تعد سرية وتخص العملاء وذلك خلال المؤتمر وكذلك بناء علي التوجيهات الخاصة التي أمرت بها المحكمة، وفيها وافق المدعون علي تحديد الوثائق الخاصة التي أمرت بها المحكمة، وفيها وافق المدعين علي تحديد الوثائق التي يمكن تصنيفها والتي قدمت ردا علي طلب الوثائق والتي تقدم بها المدعون والتي تدعم الإثباتات الرابعة عشر لدفاع المدعي عليهم – والتي تنص بأن مارفن شولمان استعان بمحترفين لمساعدته والتزود وبالاستشارات الاستثمارية لاختيار الأوراق المالية المناسبة، ويشمل تصنيف

(1) انظر قضية: Egene Palumbo, Plaintiffs, Against Marvin Shulnan، مرجع سابق.

الوثائق الذي دعم هذا الدفاع بيانات حساب الاستثمار وكل وثائق فتح الحساب وهذا علي سبيل المثال لا الحصر[1].

وقد تطلب القضاء البريطاني أن يقوم الشخص الذي يحصل علي المعلومات السرية من الاستشاري علي وجه مخالف للقانون أن يقوم بعمل إيجابي في هذا الشأن بما يخالف الجزء ٣، ٤، أ من قانون سندات الشركات والتعامل الداخلي فيها الصادر سنة ١٩٨٥م ، أي أن يقوم باستغلال هذه المعلومات السرية بالبيع أو الشراء وهو تفسير (العمل الإيجابي) حتى لو لم يقصد أو لم يبذل مجهود، حيث أن الطالب قد قدم عرض عطاء في أحد الشركات المطروحة للاكتتاب العام وأجرى مناقشات مع البنك الذي يعد مستشار للشركة ومسوق لأسهمهما، ثم عدل عن نظام تقديم العروض ورأى البنك طرح الأسهم في اكتتاب عام وأبلغ الطالب مقدم العرض بذلك (شركة) وأخبر أن إعلان بذلك سوف يتم طرحه للعام بعد فترة وجيزة ــ وحتى ذلك الحين يجب إبقاء تلك المعلومات سرية وخفية حتى نشر الإعلان ــ ومع ذلك استغل الطالب هذه المعلومات واشترى ٦ آلاف سهم من أسهم الشركة، وحقق أرباح أساسية بعد ذلك، وقد تم إدانته بتهمتين الأولى: أنه شخص مطلع وقد تعامل في أسهم الشركة وهو شخص محظور عليه التعامل في أسهم الشركة وهو ما يخالف جزء ٣، ٤ من قانون سندات الشركات والتعامل الداخلي فيها الصدر سنة ١٩٨٥، وقد اقترح أحد القضاة على هيئة المحلفين ضرورة إطلاق سراح الطالب ــ حيث أنه لا يوجد دليل على حصول الطلاب على معلومات خاصة بهذا الاكتتاب قبل الإعلان عنه ــ وقد أقرت محكمة الاستئناف أن الشخص الذي قد يحصل على معلومات من أجل القيام

---

(1)انظر قضية: Egene Palumbo, Plaintiffs, Against Marvin Shulnan، مرجع سابق.

بما جاء في الجزء (٣، ٤، أ) من قانون سنة ١٩٨٥ ولم يتأتى له القيام بعمل إيجابي في هذا الشأن من جانبه، وقد أقرت بضرورة تحويل طلب هذا الشخص الطالب إلى مجلس اللوردات، وقد أكدت محكمة الاستئناف على الحَكم وقالت بشأن مخالفة التآمر الداخلي والحصول على معلومات سرية عن أحد الشركات مما يخالف الجزء (٣، ٤، أ) من قانون ١٩٨٥، فإن هذا الشخص يكون مسئولاً إذا حصل على هذه المعلومات بدون بذل مجهود من جانبه (بالتحليل والتفكير، ثم المخاطرة) ولكن إذا كان الشخص قد حصل على هذه المعلومات السرية من أجل التعامل في أسهم الشركة، فإن هذا الشحص يكون قد أرتكب مخالفة بناء على ما جاء في الجزء (٣، ٤، أ) من قانون سنة ١٩٨٥ حتى وإن كانت المعلومات التي حصل عليها بدون تعمد منه[١].

وفي مصر:

يجرم قانون سوق رأس المال المصري رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢م ولائحته التنفيذية بالقرار الوزاري رقم ١٣٥ لسنة ١٩٩٣ إفشاء أسرار العملاء المتداولين حيث تنص المادة (٢٣٠) لائحة علي أنه "تلتزم شركة السمسرة في الأوراق المالية أو شركة إدارة المحافظ بالمحافظة علي السرية التامة لبيانات عملائها وعدم إفشاء أية معلومات عنهم أو عن معاملاتهم إلي الغير بدون موافقتهم الكتابية المسبقة وفي حدود هذه الموافقة... ويستثني من ذلك الحالات التي يلزم فيها بتقديم معلومات محددة إلي البورصة أو الجهات الرقابية أو القضائية وفقا لما تفرضه القوانين"[٢].

---

(1) See. Attorney General's Reference (No. 1 of 1988), House of Lord Keith of Kinkel, lord Templman, Lord ACKNER, lord Oliver of Aylmerton and lord Lowry, March, 13 April 1989. The all England Law Reports, 1986, Vol. 2.

(2) انظر اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال المصري م٢٣٠، مرجع سابق.

وعلي الشركة اتخاذ الإجراءات التي تكفل التزام المديرين والعاملين (بما فيهم من يقدم استشارات تداول) بالحفاظ علـــي ســرية هــذه البيانـــات والمعلومات[١].

وتنص المادة (٦٤) من نفس القانون علي عقوبة جنائية علي ذلـك وهي: الحبس لمدة عامين وغرامة من عشرين إلي خمسين ألــف جنيـه أو إحداهما وذلك علي كل من أفشي سراً اتصل بحكم عمله تطبيقاً لأحكام هــذا القانون[٢]. ويجوز الاستعاضة عن هذه العقوبات بنص القانون السابق بعقوبة أخرى وهي الحرمان من مزاولة المهنة أو حظر مزاولة النشاط الذي وقعت الجريمة بسببه (والذي يمكن أن يكون تقديم استشارات التداول) أو التحليـل المالي.

حظر تعاملات مستشار التداول كمطلع علي أسرار العملاء:

تعريف:

لقد فرضت هذه الأنشطة الهدامة نفسها علي الساحة القانونية إلـي الحد الذي بات من الضروري معه تعريفها وتحديد معالمها[٣].

وقد عرفت بأنها "استغلال غير مشروع لمعلومات سرية أو مميزه من أجل الكسب"[٤].

---

(1) انظر المادة ٢٣٠ من لائحة قانون سوق رأس المال المصري، مرجع سابق.

(2) انظر المادة ٦٤ من القانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢م ولائحته التنفيذية رقم ١٣٥ لـسنة ١٩٩٣م.

(3) انظر/ د.حسن فتحي ـ تعاملات المطلعين علي أسرار أسهم الشركة، مرجع ســابق، ص١٠.

(4)"Unlawful Explication of Inside or Privileged Information for Profit".

ومن الملفت أن الاهتمام التشريعي والفقهي والقضائي في أوروبا باستثناء بريطانيا مازال متواضعاً في حين بلغ انتقاد الأوساط القانونية ودوائر صنع الرأي العام لهذه الأنشطة في الولايات المتحدة حداً بعيداً جداً. انظر: د/ حسن فتحي، مرجع سابق، ص ١٠.

وقد عرفت اللجنة المشكلة بواسطة مجلس الشيوخ الأمريكي من الخبراء الممارسين لأعمال أسواق المال عرفت الأنشطة التي تشكل استخدام خاطئ للمعلومات الهامة عن الأوراق المالية بأنها "... المعلومات التي تعد قد استخدمت أو تم الحصول عليها بشكل خاطئ فقط لو كان الحصول عليها أو استخدامها بشكل مباشر أو غير مباشر كسرقة أو استيلاء غير مشروع (Misappropriation) أو إساءة ائتمانية أو خرق لأي علاقة ائتمانية أو تعاقدية أو طبيعية أو شخصية أو غيرها من علاقات الائتمان (trust) والثقة (confidence)(١).

كما عرفت هذه الأنشطة لجنة المستشارين القانونيين في بورصة نيويورك وأصدرت تقريراً يتضمن تعريفا يختلف اختلافا طفيفا عن التعريف السابق الصادر من لجنة مجلس الشيوخ ويتمثل في عدم ذكر إساءة الائتمان في التعريف على النحو التالي "المعلومات سيفترض أنها قد استخدمت أو تم الحصول عليها واستخدامها يشكلان سرقة أو استيلاء غير مشروع أو خرق لواجب ائتماني(٢).

أما مجلس البورصة (S.E.C) فقد قدم مشروع قانون مقترحاً عن اتجار المطلعين بما فيهم مستشاري الاستثمار ويختلف عما سبق عن تعريف لجنة مجلس الشيوخ أو لجنة المستشارين القانونيين حيث جاء به" هي المعلومات التي تم الحصول عليها أو تستخدم علي نحو غير شرعي لو كان الحصول عليها سواء تم بشكل مباشر أو غير مباشر أو كان نتيجة ل.... أو كان استخدامها يشكل:

---

(1) انظر د/ حسن فتحي – مرجع سابق، ص١٧٣.

(2) New York Stock Exchange Proposed Statutory Definition of Insider Trading (June, 30, 1987). Proposed Codification as 15 U.S.C. 16. A (b) (2).

انظر: د/ حسن فتحي، مرجع سابق، ص ١٧٥.

١- سرقة أو رشوة أو تلفيق أو تجسس من خلال وسائل إلكترونية وغيره.

٢- إخلال بواجب الحفاظ علي سرية مثل هذه المعلومات أو بحجبها عند الشراء أو البيع أو بأن تحفز علي الشراء أو البيع لأوراق مالية أو ذلك الواجب النابع من علاقة أخرى مع شخص من الأشخاص التالي ذكرهم:

- أي شخص أو أي جهاز منظم تنظيماً ذاتياً مسجلين أو مطلوب تسجيلهم لدي مجلس البورصة.

- أي محلل آخر حصل علي هذه المعلومات لعلاقة وثيقة مباشرة أو غير مباشرة مع أشخاص طبيعية أو اعتبارية[١].

قانون الغش في الأوراق المالية واتجار المطلعين:

وقد أخذ المشرح الأمريكي في هذا القانون نصب عينيه تشغيل إعاقة وتحري وعقاب مخالفات اتجار المطلعين ولتحقيق تلك الأهداف الثلاثة يتبني المشرع الأمريكي سلسلة من المفاهيم المبتكرة والإجراءات الفاعلة التي تشكل منعطفا جديدا في المعالجة لمخالفات اتجار المطلعين وقد صدق مجلس الكونجرس علي هذا القانون بتاريخ ١٢ أكتوبر ١٩٩٨م[٢].

---

(1) S.E.C. Proposed Insider Trading Bill, 2 (Aug., 7, 1987) (Proposed Codification as 15 U.C., 16 (9) (1) and (2).

انظر: د/ حسن فتحي، مرجع سابق، ص ١٧٩.

(2) انظر: Rep. No., 100-910, 100th Congress, 2d Session (1988) وقد صدق مجلس الكونجرس على هذا القانون بتاريخ ٢ أكتوبر ١٩٩٨م، راجع:

Report of the House Committee en Energy and Commerce on H. Rep. 5133, H. Rep. Vol. 100-910 bid.

لمزيد من التفاصيل راجع: د/ حسن فتحي، مرجع سابق، ص ١٨٤.

وقد جهزت لجنة إعداد القانون لما أثارته الموجة الجديدة من الأحكام القضائية[١].

وما من شك كبير في فاعلية إجراءات الرقابة في الشركات التي حفزت علي فرض التزام قانوني علي كل سمسار وسيط أو مستشار استثماري بأن يصمم إجراءات فعالة لتقييد ورقابة وأسلوب الولوج للمعلومات السرية الهامة ومنع اتجار المطلعين.

الإجراءات المبتكرة لمنع إساءة استخدام المعلومات:

عدل قانون الاتيسفا (I.T.S.F.A) المادة ١٥ من قانون البورصة ١٩٣٤م حيث أضاف المادة ٤٠/٤ـ أ من قانون مستشاري الاستثمار (IAA) ١٩٤٠م لينص علي أن "السماسرة والوسطاء والمستشارين يلتزمون بواجبات مؤكدة وإجراءات مصممة بشكل معقول ... لمنع إساءة استخدام المعلومات الهامة السرية بواسطة السمسار أو الوسيط أو المستشار"[٢].

---

(1) انظر في الأحكام القضائية:

Rlue Chip Stamip V. Manor Drug Stores, Sup. 6burt of us., 1975, 42 U.S. 723, 95, S. et 1917, 44 L.Ed. 2d 539 Ernest and Ernest V. Hoch Felder, Sup. Court of U.S. 1976, 425 U.S. 185, 96 S. et 1375, 47 L.Ed. 2d 668-Santa FE. Indus. 9inc: V., Green, Sup., court of U.S., 1977, 430 U.S. 467, 97, S. Ct. 1292, 51 Supreme Court of the United.

وانظر على وجه الخصوص:

L.Ed. 2d 480 States, 1983, 463 U.S. 646, 103 S.C.T., 3255, 77, L.Ed. 2d 911.

http://www.nexis.com/research/search/submit/view.tagged.

(2) D.A Winslaw and C. Anderson, as Porting Respons to law, an Econmics Criticism of the Regulation of Insider Trading, Wash, 1995, pp. 22-30.

وقد اهتم هذا القانون بتسجيل كل الأشخاص العاملين في مجال تقديم الاستشارات للمستثمرين كما رأينا ورجال الأعمال وإلزامهم بكشف كل ما يصل إليهم من أرباح أو منافع من الصفقات التي تتم لصالح عملائهم وفرض حظر مشدد عليهم بعدم ممارسة الغش في التعامل مع العملاء[1].

يستفاد أيضا من قانون الاتيسفا أن السماسرة والوسطاء والمستشارين يجب أن يفرضوا علي مرؤوسيهم تنفيذ قواعدهم الإجرائية وعليهم تحديثها ومراجعتها بحذر.

والاتيسفا لا تتطلب نماذج أو قوالب محددة للإجراءات يتم الاختيار منها وإنما هي أي إجراءات تختارها كل منشأة لفرض ضوابط علي نقل المعلومات الهامة السرية وضبط انتشارها[2].

وابتدع قانون الاتيسفا نظم إجرائية فريدة من نوعها وهي "الأسوار الصينية" أو القوائم المقيدة وقوائم المراقبة.

والأسوار الصينية مصطلح استخدمه المشرع الأمريكي للتعبير عن "أنشطة إجرائية وقانونية تستخدم لحل المشاكل التي تواجه المنشآت المالية متعددة الخدمات التي تتعامل يوميا بشكل أساسي بمهام التحويلات المالية، وهي تحتل مجموعة متقاطعة من الإجراءات المنقولة عن بعضها البعض ويشترط فيها المشرع عدة شروط علي النحو التالي:

١) أن تكون مكتوبة وموزعة وتم شرحها للموظفين في شركات السمسرة وبيوت استشارات الاستثمار والتداول في الأوراق المالية.

---

(1) Investment Advisers Act (IAA) http://www.law.cornell.edu/uscode

(2) انظر في ذلك د/ حسن فتحي – مرجع سابق ص١٧٢– وما بعدها.

٢) تطبق في الأمــور التاليــة: الأبحــاث الحــساسة ــ خــدمات الاستشارات الاستثمارية[1].

قوائم الأوراق المقيدة (Restricted and watch lists)

وهذه القوائم تنظم أوراقاً مالية معينة توضح بشأنها بعض القيــود فيما يتعلق بكشف وتداول المعلومات عن أسهمها وهدف تلك القوائم المقيــدة هو بالتحديد تقييد أنشطة الاتجار في المنشأة (شركة سمسرة ــ أو مكتــب أو شركة استشارات في الاستثمار والتداول) إذا كان موضوع هذا النشاط هــو أوراقاً مالية معينة. وعلي سبيل المثال في شركة السمسرة قد توظــف كــل القوائم لمنح الاستشارات والنصائح المقدمة من العاملين بتلك الشركة للغيــر لشراء أو بيع أوراق مالية والاستثمار فيها أو بتقليل نشاط الشركة خلال فترة العروض المقدمة من شخص أو شركة لشراء تلك الأوراق[2]. وبناء عليــه يتعين الحفاظ علي المعلومات السرية عن أسعار أسهم معينة عن مجال علــم موظفي مستشار التداول وكذلك شركات السمسرة التي تقدم مشورة إلا فــي حدود ضيقة جدا تتطلب ضرورة أو حتمية الوقوف علي هذه المعلومات[3].

قوائم المراقبة:

وهي تعبير المقصود به آلية بديلة للأوراق المقيدة عند اللــزوم إذا كان من العسير تقييد الإطلاع علي معلومات خاصة بأسهم شركة معينــة أو عميل معين ويلقي عبء مراقبة هذه الأسهم علي عاتق العــاملين بالقطــاع

---

(1) See. House Rep. P. 21: "Vigilanty Review Update and Enforce their rules".

راجع: د/ حسن فتحي، مرجع سابق، ص ١٧٢ وما بعدها.

(2) انظر: See. Lob-Rules of S.E.C.

(3) راجع في ذلك: New York Times, February, 1989, p. 1.

القانوني في الشركة أو خارجها لضبط الاتجار في أسهم شركة معينة تنـوي شركتهم التعامل فيها في الأسواق[1].

وسمحت المادة (٣ر) من قانون الاتيسفا لمجلس البورصات منح مكافأة مالية لأي شخص أدلي بمعلومات عن مخالفات اتجار المطلعين تصل إلي ١٠% من الغرامة المقررة للخزينة الأمريكية وذلك مقابل التعاون في تقديم تلك المعلومات دون أن يكون هناك إمكانية لإعادة النظر أمام المحاكم الأمريكية المختلفة في قيمة المكافأة التي يقررها المجلس وقد لوحظ أن المجلس يمنح المكافأة لكل من تعاون معه[2].

كما ألغي قانون الاتيسفا الفقرة الثانية من المادة (٢/د) من قانون البورصة القديمة وأضاف المادة الجديدة (٢١/أ) التي تقرر بأن المسئولية لا تقع فقط علي الشخص الذي أتجر بالمعلومات الهامة السرية وإنما يعتبر مسئولا كذلك أي شخص نقل مثل هذه المعلومات بصرف النظر عما إذا كان تصرف الناقل يعد مساعدة أم تحريض[3].

ومن المعلوم أن محللي الأسواق الماليـة ومستشاري الاستثمار والتداول كانوا من أهم الناقلين الذين خصتهم لجنة الإعداد بالذكر باعتبار أن ما لديهم من معلومات غزيرة جاهزة للنقل دائما بينما يصعب في الوقت ذاته إثبات سوء نيتهم عن نقل هذه المعلومات[4].

---

(1) انظر د/ حسن فتحي مرجع سابق من ص١٧٢ وما بعدها.

(2) Report of the house Committee on Energy and Commerce on H.R. 5133, H. Rep. No. 100, 910, 100th Congress 2d sess (1988), pp. 15-16.

(3) راجع د/ حسن فتحي مرجع سابق من ص١٧٢ وما بعدها.

(4) انظر: House report p. 19. ، وانظر في القضاء الأمريكي:

Dirks V. SEC-supreme Court of the United States, 1983, 463, U.S. 646, 103, S.Ct., 3255, 77, L. Ed. 2d 911.

وقد تبني هذه القانون (I.T.S.F.A) في المادة ٢١ عملية حساب الأضرار الناتجة عن نشاط الناقل أو المتصل عن طريق تقدير الفرق بين سعري شراء الأوراق المالية وقيمة تلك الأوراق وفقا لسعر السوق بعد فوات مدة معقولة من ذيوع المعلومات السرية[1].

وفي فرنسا حدد المشرع الفرنسي أشخاص المطلعين في التنظيم رقم ٨/٩٠ وذلك بالقرار الإداري الصادر بتاريخ ١٧ يوليو ١٩٩٠م في شأن تنظيم أعمال مجلس عمليات البورصة (COB) وهما: أولا: الأشخاص المتصرفون في معلومات مميزة بسبب إعداد وتنفيذ عملية مالية[2].(٣م) ويعتبر منهم مستشار التداول والاستثمار في الأوراق المالية وقد اعتبر المشرع تصرفاتهم مزمومة جديرة باللوم (Comportennents Reprohensibles).

أما المشرع الإنجليزي فقد تكلم عن وجود طائفتين من المطلعين هما:المطلعون من داخل الشركة ومن خارجها ويشمل المطلعين من داخل الشركة المستشارون الماليون (financial advisory) وهم المرتبطون بالشركة لتقديم استشارات مالية وتداولية للشركة، ويشمل المطلعين من الخارج المعنيين بتنظيم عمليات الاستثمار بشكل عام بما فيهم مستشار

(1) The Insider Trading and Securities Fraud Inforcement (I.T.S.F.A.).

(2) وقد شاب مرسوم ٢٨ سبتمبر ١٩٦٧م بإنشاء تنظيم مجلس عمليات البورصة قصورا واضحا في شأن التحديد الدقيق لأشخاص المطلعين في الشركات رغم اتسامه بكبح تصرفاتهم، لذلك فقد تدارك التنظيم رقم ٨/٩٠ الصادر بالقرار الإداري بتاريخ ١٧ يوليو ١٩٩٠ في شأن تنظيم أعمال عمليات البورصة المشار إليه في أعلي حيث أضاف لنا فئتين للمطلعين وهما: أولا: الأشخاص الحاصلون علي معلومات مميزه بسبب إعداد وتنفيذ عملية مالية (٣) .. ثانيا: الأشخاص غير المهنيين الذين يحاطوا علما بالمعلومات المميزة داخل الشركة عن طريق أحد المطلعين من داخلها (م٥).

التداول الذي يقدم خدماته للعملاء[1]. حيث بحكم عملهم وتمكنهم يستطيعون الحصول علي معلومات سرية عن أسعار الأسهم والتعاملات اليومية.

تعريف محدد لمعني هذا التميز في استخدام اصطلاح (المعلومات الحساسة) لوصف المعلومات[2].

المشرع الإنجليزي قد استخدم مصطلح (المعلومات الحساسة) في المادة ١٠من قانون المطلعين بشركات الأوراق المالية سنة ١٩٨٥م ليحظر تعامل المطلعين فيها[3].

كما يشترط في هذه المعلومات أن تكون سرية وهو شرط مفترض إذا لو كانت المعلومات معلومة للجميع فلا تثريب علي استشاري التداول من إفشائها. ولا يدخل في تقدير القاضي لسرية المعلومات ما وقر في ذهن المطلع سواء كان مستشاراً أو غيره حيث أن أي معلومات يتلقاها من المفترض أنها سرية[4]. ويري جانب من الفقه الأمريكي[5]، أن السرية لا تعني مجرد احتجاب المعلومات عن الكافة لاستحواذ المطلع أو بعض

---

(1) انظر قانون .financial services Act الصادر سنة ١٩٨٦م في بريطانيا مادة (٩) ومادة (٢) وانظر في تفصيل تلك الطائفة المطلعين tepees الفقرتين ٣، ٤ من المادتين الأولي والثانية من ذات القانون.

(2) V. Loi 29 September 1967, Commission des Operation de Bourse (Cob) Code de Commerce Dalloz Edition 2000.

(3) انظر د/ حسن فتحي، مرجع سابق، ص٤٩.

(4) انظر د/ حسن فتحي، مرجع سابق، ص٤٥ وما بعدها.

(5) راجع في ذلك:

Jerry Isenberg Insider, Trading-Breach of a Fiduciary Duty and Misappropriation, Enforcement and Case Law Series, 1993, Introduction.

وانظر أيضاً: د/ حسن فتحي، مرجع سابق، ص ٥٢.

المطلعين عليها داخل الشركة وإنما يتسع ذلك المعني ليشمل عدم ذيوع تلــك المعلومات علي نطاق واسع في سوق الأوراق المالية ويري بعض الفقهــاء الأمريكان أن هذا المعني فضفاض وغير منضبط[١].

ويشترط وجود فاصل زمني طال أمر قصر ما بين علم المستــشار (المطلع) على المعلومات السرية، ووصول المعلومات وزيوعها على نطاق واسع في السوق، ويجب أن تكون هذه الفترة الزمنية معقولــة، ويبــدأ هــذا الفاصل الزمني منذ علم المطلع بالمعلومات (المستشار).

---

(1) انظر المرجع السابق.

الفصل الثالث
الالتزام بالملاءمة

استقرار التداول للأوراق المالية:

من أهم المبادئ التي يجب أن يحرص عليها مستشار الأوراق المالية عند تقديمه لمشورة التداول هو مبدأ الملاءمة، وقد حرصت معظم التشريعات سواء في مصر أو الولايات المتحدة على إقرار هذا المبدأ أو روحه في تشريعات الأوراق المالية، وقد وجد بأساليب متنوعة ومظاهر مختلفة منذ تشريع هذه القوانين والنظم[١].

ومع إقرار الفقه الأنجلوأمريكي بغموض هذا المبدأ وأنه مبدأ غير متبلور بالنظر إلى مضمونه ومقاييسه إلا أنه عرفه بأنه واجب على عاتق المستشار كي يرشح للعميل فقط الأوراق المالية المناسبة لعوامل وظروف الاستثمار والحاجات الخاصة بهذا العميل بالذات[٢].

وعلى ذلك تتطلب نظرية الملاءمة توافق بين عنصرين: (أ) عوامل الاستثمار أو ظروف الاستثمار والحاجات الخاصة والاستشارات الأخرى لعميل معين. (ب) صفات الأوراق المالية التي يتم ترشيحها.

وفي الولايات المتحدة الأمريكية كشفت الجمعية القومية للمتعاملين بالسندات المالية والمختصرة (NASD)[٣]. أن ادعاءات عدم الملاءمة قدمت في ٩٥% من الاستشارات المقدمة لأعضاء الجمعية وقد قالت لجنة المشورة

---

(1) See. Lewis D. Lowenfels and Alan R. Bromberg. Suitability in securities Transactions. The Business Lawyer. August, 1999. 54 Business Law. 1557.

(2) See, E.G., Willa E. Gibson, Investors, Look Before You Leap: The Suitability Doctrine is not Suitable for Derivatives Dealers; legal 527, 529 (1998).

(3) (NASD). The Notional Association of Securities Dealers.

الملحقة بالجمعية في الحقيقة بأن الإدعاء بعدم الملاءمة للاستشارات المقدمة هو الأكثر شيوعا حتى الآن من جانب العملاء المتداولين وأيضًا يعد الإدعاء الأكثر غموضا أو التباسا في إدعاءات العملاء. وإن كان ليس السبب الوحيد الذي يخلق مشكلات معينة للسماسرة وشركات تهتم بها فهناك أيضًا أسـباب أخرى.

وبتتبع أحكام وأوامر المحكمة الأمريكية العليا، نجد ذلك في قـضية أميركان اكسبريس ومكماهون، ورود ريجوش دي كويجار ضد شيراسـون أمريكان اكسبريس[١].

(Sherson/American Express, inc.V. McMahom & Rodriguez de quijas V. Sherson/ American Express)[٢].

حيث ادعى العملاء أثناء المرافعة الرئيسية الخـسارة نظـرًا لعـدم ملاءمة الاستشارة، وقد تم اعتماد هذا الإدعاء من جانب محكمة التحكيم التي شكلت أولاً وذلك في المداولة الختامية[٣].

وقد كان العملاء في البداية وفي مداولات التحكـيم فـي الولايـات المتحدة الأمريكية يعتمدون على الادعاء بالغش من جانب مستشارو الأوراق المالية والاستشارات وقد تغير ذلك في العقد الماضي إلـى الادعـاء بعـدم الملاءمة. وذلك استنادا للقانون الفيدرالي للأوراق المالية في القسم رقم (١٠ ب) والقاعدة (١٠ ب ٥) في الفقرة السابعة من قانون التبادل والتـي تحـدد بموجبها مستوى قانوناً يهدف إلى منع الغش أو التهور (الرعونة) لقواعد عدم

---

(1) 482 U.S. 220 (1987) See. Lewis D. Lowenfels and Alan R. Bronnberg. مرجع سابق

(2) 490 U.S. 477 (1989) نظر المرجع السابق

(3) See. Securities Exchange Act of 1934 (Exchange Act) 10(b), 15 U.S.C./, 78 (b) (1994).
See. 17 C.F.R. 240, 10b-5 (1998).

الملاءمة وذلك للعملاء الذين يمثلهم هناك منظمات التنظيم الذاتي (SRO)(١). وكذلك أيضًا (NASD).

كما تقدم القاعدة مستوى من الحماية أخلاقي قواعد سلوك مهنية وذلك بين السماسرة (الوسطاء) من جهة والعملاء من جهة أخرى فيما يتعلق بالمعاملات بينهم والاستشارات المقدمة ـ مما أعطى أماناً أكثر للعملاء واستقراراً أكثر للتعاملات(٢).

وعلى ذلك تعد نظرية الملاءمة بين المشورة المقدمة من مستشار الأوراق المالية والعميل مهمة لدرجة كبيرة لتجنب الخسائر التي يسببها السماسرة والوسطاء والمستشارون للعملاء. وقد أصبحت هذه النظرية والقواعد الموضوعة تطبيقا لها موضع اهتمام كبير في مهنة الوساطة المالية والاستشارات المتعلقة بالأوراق المالية. كما أن هذا الاهتمام هو الذي نشط السمسرة والوساطة المالية والاستشارات المتعلقة بالأوراق المالية في الولايات المتحدة الأمريكية والبورصات الكبرى العالمية المواكبة لها وذلك نتيجة للمواجهة بين العملاء والوسطاء والاستشاريين مما أدى إلى توسيع لحقوق العملاء بناء على نظرية الملاءمة والقواعد القانونية التي تعد تطبيقًا لها.

ونحاول هنا دراسة نظرية الملاءمة في الولايات المتحدة الأمريكية وذلك بدراسة قواعد الملاءمة الموضوعة بواسطة (SRO) والجزاءات التأديبية المقررة لهذه القواعد كذلك سوف ندرس ونرى رأي مجلس الأوراق المالية (SEC) ومدى احترامهم لمبدأ الملاءمة وذلك بالنظر لنظرية الملاءمة وأخيرا نرى مدى هذه النظرية في القانون الفيدرالي وقانون الولايات والقضايا المنظورة والأحكام الصادرة عن المحاكم الأمريكية.

---

(1)See. NASD Conduct Rule 2310, NASD Manual (CCH) p. 2310, at 4261-65 (Apr. 1997).

(2) Id, Package Procedure (PP) iM, 2310-1 to iM-2310-3.

قواعد الملاءمة الخاصة بـ(NASD):

تم تضمين نظرية الملاءمة بشكل أولي في قاعـدة (NASD) رقـم (٢٣١٠) والمعنونة (توصيات للعملاء)... ذلك ضـمن قواعـد الـسلوكيات الخاصة

وتم شرح هذه القاعدة بواسطة ثلاث مواد شارحة تفـسيرية للقاعـدة وهي: [١] IM-2310-1 تطبيق قواعد (SEC) [٢] IM-2310-2[1] معاملة عادلة مع العملاء [٣] IM-2310-3 بعنوان تعهـدات الملاءمـة للعمـلاء. وتعتبر هذه المواد التفسيرية جزء من القاعدة[2]. وتتـضمن هـذه القاعـدة وشروحاتها الحقوق والمسئوليات القانونية التي يمكن أن تحدد ما إذا كانـت الخسائر الخاصة بالعميل المستشير والتي كانت تعتبر شيئاً طبيعيـاً كـالربح يمكن التعويض عنها بحكم قضائي للعملاء . وتم اشتقاق تقارير هذه القاعـدة (2310) على مر السنين وأصبحت اتجاهاً واضحاً لزيادة الحماية للاستثمار.

قاعدة (2310 NASD) (A) توصيات للعملاء:

في عام ١٩٣٨م وضعت (NASD) في الفقرة الثالثـة مـن المـادة الثالثة من القسم الثاني من قواعدها القديمة للممارسة العادلة القاعدة الحاليـة (2310"A") والتي تنص على أنه: "عند تقديم توصية للعميـل (استـشارة) سواء في البيع أو الشراء أو التبادل في أي من الأوراق الماليـة يجـب أن يكون لدى العضو (المستشار) دوافع منطقية للاعتقاد بأن التوصيات مناسـبة

---

(1) التي تسبق الشروحات الثلاث للقاعدة السابقة تبنى مادة مفسرة أو شـارحة لقواعـد الاتحاد وهي التي تحوي القرارات المفسرة والشرح والسياسات وخطوط الإرشاد وتلي IM رقم المادة الشارحة أو المفسرة:
انظر: كتيب (NASD) لعام ١٩٩٦م.

(2) NASD conduct Rule 2310 (a), Nasd Manual (CCH) p. 2310, at 4261 (April, 1997).

لمثل هذا العميل بناء على قاعدة من الحقائق المرتبطة بالعميل وأوراقه كما تتماشى وتتوافق مع الموقف المالي والحاجات الخاصة للعميل(١).

وقد نشرت (NASD) ملاحظة على هذه القاعدة بتاريخ ٩ مايو سنة ١٩٩٦م بأن الممارسة الملائمة تتطلب مراجعة جيدة لملائمة المعاملات التجارية للعميل من قبل الوسيط المستشار وذلك بأسعار مخفضة. وتضيف هذه المعاملات للعميل سواء بأنها مغرية أو مجدية أو غير مغرية الشراء أو البيع بها(٢).

وقد اعترض السماسرة على هذه القاعدة التي حجمت دورهم في تقديم مشورة الأوراق المالية.

وهذه القاعدة لا تصلح للتطبيق على المواقف والأوضاع التي يتصرف فيها السمسار كأنه متلقي للأوامر من العملاء دون تدخل منه بالمشورة(٣). وعلى ذلك لا تطبق هذه القاعدة على سماسرة الخصم الذين يوظفون كحاملي أمر من العملاء الذين قرروا بأنفسهم شراء أصول مالية دون توصية من سمسار الخصم وكذلك لا تطبق في حالة التوصيات العامة التي تنشر والتي لا تحتوي على توصية مباشرة للعميل. ولكن سوف تطبق القاعدة على المعاملات التي يوصي بها سمسار الخصم للمستثمر لشراء أصل مالي معين متى تمت هذه الاستشارة من خلال ا لهاتف مباشرة مع العميل أو من خلال إرسال الاستشارة المرشحة بالبريد.

---

(1) NASD Conduct Rule 2310 (a), Nasd Manual (CCH) p. 231, at 4261 (April, 1997). مرجع سابق

(2) See, Lewis D. Lowenfels and Alan R. Bromberg. مرجع سابق

(3) See. NASD Notice to Members 96-60, Sept, 1996, Available in Lexis, 1996 Nasd Lexis,. http://www.Nexis.com.

وينتقد البعض هذه القاعدة على أساس أن قاعدة ملاءمة الأصل المالي السابق الحديث عنها يجب أن تتناسب مع طلبات العميل المستثمر. مع عروض سمسار التداول من أوراق مالية للعميل ويمكن لأي شخص ببساطة أن يلاحظ أن عروض سمسار التداول للعميل لأوراق معينة تعتبر كنداء للعميل أو إيجاد أرضية للعميل. لدفعه للعملية وذلك تحت ضغط عدم معرفة السوق عند العميل علاوة على الضغط النفسي. ويلاحظ أن البيع والشراء أو ما يسمى العروض المقدمة للعميل تحت هذا الضغط غالبا ما يتم تضمينها في توصيات بل يمكن اعتبارها استشارات. ولذا كان الأوجب تغطيتها بهذه القاعدة[١]. مع ملاحظة أن الملاحظات العامة التي ترسل لجميع عملاء شركات السمسرة عن طريق البريد أو غيره لا تعد توصيات واستشارات ومن ناحية أخرى فإن البحوث التي ترسل لعدد محدود من العملاء حاملة ملاحظات معينة من السمسار للعملاء وذلك لإلقاء نظرة فاحصة على الملف المرسل يمكن أن تعد توصية. وذلك لو أن العقد المبرم بين العميل وشركة السمسرة عقد طويل المدة. ويرجح أن تكون توصية واستشارة ما سبق لو أن العميل اتبع توصيات المستشار السمسار والعكس صحيح لو اتبع العميل جزءاً من توصيات سمسار التداول فهنا يرجح عدم اعتبارها توصية أو استشارة من بين الاستشارات المقدمة[٢]، ومن المسلم به أيضًا لتحديد ما إذا كانت هذه الملاحظات توصيات واستشارات أم لا يلزم معرفة هل شركة

---

(1) Sales Practice Requirements for Certain Securities, Exchange Act Release No. 27, 160 (1989-1990 Transfer Binde), Fed Sec. L. Rep. (CCH) p. 84, 440, at, 416 (Aug. 22, 1989) see. Lewis D. lowenfels and Alan R. Bromberg, p. 1562 مرجع سابق

(2) See Adoption of Rules Under Section 15 (a) (10) of the Securities Exchange Act Release No. 8135 (1966-1967 Transfer Binder), Fed Sec. L. Rep. (Aug. 22, 1989) See Lewis D. Lowenfels and Alan R. Bromberg. مرجع سابق See. http://www.Nexis.com.

الوساطة هذه تظهر نفسها للجمهور كشركة خدمات متكاملة أم لا، فإن لم تكن شركة تقدم خدمات متكاملة فإنها تكون بعيدة كل البعد ولا تدخل نفسها في تقديم مشورة التداول[١].

قاعدة (2310 NASD) (B) واجب الوسطاء في الاستفسار:

في يناير ١٩٩١م أضافت (NASD) قسماً جديداً لقاعدتها القديمة للممارسة العادلة عند تقديم مشورة الأوراق المالية وهي القاعدة Rule2310(b) [٢] وهي تطبق فقط للعملاء العاديين من غير المؤسسات والبنوك والصناديق. وتنص هذه القاعدة على: "قبل تقديم وتنفيذ التوصيات التي تقدم فقط للعملاء العاديين من غير المؤسسات، يجب على العضو أن يبذل جهداً معقولاً لكي يحصل على المعلومات المتعلقة بـ(١) الحالة المالية للعميل، (٢) الحالة الضريبية للعميل، (٣) الأهداف الاستثمارية للعميل (٤) المعلومات المشابهة المعتبرة منطقية أو مهمة لهذا العضو (سمسار الخصم) أو الممثل المسجل (مستشار الأوراق المالية) في عمل توصيات واستشارات للعميل. وهي على ذلك تضيف إضافة منطقية وضرورية للقاعدة السابقة (2310 (a) حيث لم تتعرض لواجب السمسار أو المستشار المسجل في الاستفسار عن العميل وأحواله وهي بذلك تعمق من واجب الملاءمة المبني على الحقائق.

---

(1) شركة الخدمات المتكاملة، وهي التي تقدم الوساطة إلى جانب خدمات أخرى منها المشورة وخصم الأوراق التجارية وهي تسمى شركة الخدمات المتكاملة. أما شركة الوساطة فهي تكتفي فقط بالتوسط في البيع والشراء في الأوراق المالية دون تقديم خدمات أخرى ــ ويفرق المشرع الأمريكي بينهم.

(2) NASD Conduct Rule 2310 (b).
See Manual (CCH) P. 2310, At 4261 (April, 1997) See Too Lewis D. Lowenfeles and Alan R. Bromberg, p. 1563. مرجع سابق
حيث تم تحديد الاستشارات في سوق المال لهؤلاء العملاء لرأس المال المتبادل

وقبل وجود هذه القاعدة كانت (NASD) تنصح أعضاءها بأنـــه لا يوجد التزام واجب وأكيد على أعضائها بمعرفة ظروف العميل واحتياجاتهم لتقديم النصيحة لهم أو للقيام بالوساطة لهم(١).

ورغم ذلك فإن لجنة (المجلس) الأوراق المالية (SEC)(٢) لم تتفــق معها في هذا الأمر ففي قــضية (Leading biler-room Case, Gerald M. Greenberg) (٣). اعترض الدفاع على تقرير أنه اعتدى علـــى قاعــدة الملاءمة ب(NASD) على خلفية أنه لم يكن لديه أيـــة معلومـــات تتعلــق بالظروف المالية والأسهم التي مع عميله وموكله فهو ليس عليه أي التــزام لمعرفة أو رؤية أن السندات التي أوصى بها للعميــل كانـــت ملائمـــة لـــه ولظروفه وقد رفضت (SEC) لجنة الأوراق المالية هذه المداولات ورفضت قراءة كلمة (إن وجدت) في قاعدة (NASD) لأنها تسمح للسمسار بتجنــب عمل أي استفسار عن الموقف المالي للعميل أو احتياجاته عند تقديم المشورة له. وقد أقرت (SEC) في الجلسة المنعقدة في جيرنبج بأن سمسار الخدمـــة المتكاملة أو الممثل المسجل (مستشار الاستثمار في الأوراق الماليـــة) عليـــه واجب الاستفسار، ولا يستطيع ترشيح سند ما لأي عميل عادي بدون محاولة الحصول على معلومات تتعلق بالعملاء وسنداتهم المتداولة علـــى الأقــل أو

---

(1) See NASD, 1964 Report to Members 8. http://www.Nexis.com.

(2) (SEC) means. The securities and Exchange Comission

وهي اللجنة أو المجلس المختص بعملية التبادل والقائم على الإشراف على السندات – وهو هيئة فيدرالية نظمت بمعرفة المادة ٧٨ من قانون تـــداول الأوراق الماليـــة، انظر أيضاً:

Sec. 80.b definitions investment advisiers.

وانظر الرسالة هامش ص٦٥.

(3) See. 40 S.E.C. 133 (1960).
http://www.Nexis.com.
See. Too. Lewis D. Lowenfels, and Alan, R. Bromberg. مرجع سابق

مواقعهم المالية واحتياجاتهم كي يكون في وضع يمكنه من الحكم بالملاءمة عند تقديم التوصية أو ترشيح أوراق مالية معينة للعميل(١).

وفي اتجاه مغاير لموقف لجنة (SEC) السابق أنكرت (NASD) واجب الاستفسار على السمسار والمستشار المسجل وقصرت تطبيق قاعدة الملاءمة على مواقف يكون فيها السمسار أو المستشار لديه معرفة حقيقية بالحقائق التي توضح عدم الملاءمة(٢). وذلك في قضية تتعلق بشركة كبيرة عضو في بورصة نيويورك (NYSE) وقد رفضت (SEC) القبول أو الإذعان لهذا الأمر في هذه القضية واتخذت إجراءات صارمة ضد نفس شركة الوساطة واعتمدت في ذلك على الإجراءات التجارية الموجودة في نفس بورصة (NYSE) وكذلك الاستفادة من بعض القوانين الأخرى لتأكيد واجب الاستفسار على شركة السمسرة عند تقديم مشورة التداول كما وجدت (SEC) كلمة أخرى استعانت بها في تقرير هذا الأمر لتوصيات غير ملاءمة لعملاء بينهم طفل عمره ثلاثة عشرة سنة، وأرملة مسنة وأشخاص آخرين تم تقديم مشورة غير ملائمة لهم من شركات السمسرة بوسائل تعد غير سليمة وهم الذين بحثوا عن الأمان والإيراد المالي والنمو على المدى البعيد(٣).

وقد انتهى الأمر بإقرار قاعدة (b) 2310 السابق ذكرها والتي جعلت من واجب الاستفسار أمراً واضحاً لا لبس فيه على السمسار والمستشار المسجل(٤).

---

(1) Id. At 138. See. http:///w.Nexis.com.
See. To Lewis D. Lowenfels and Alan R. Bromberg.مرجع سابق
(2) See. Robert H. Mundheim, Professional Responsibilities of Broker: The Suitability Docturine, 1965, Duke.
http://www.Market.Counsel.Com..
See. To Lewis D. Lowenfels and Alan R. Bromberg.
(3) See. Lewis D. Lowenfels and Alan R. Bromberg.مرجع سابق
(4) NASD Conduct Rule 2310 (b).
NASD Manual (CCH) P. 2310, At 4261 (Aril, 1997) مرجع سابق
http://www.Nexis.com.

كما تم إضافة قاعدة (NASD 3110)[١]. والتي تتطلب من الوسيط أن يحافظ على معلومات وحساب العميل لديه التي أفضى بها إليه. فشركات السمسرة الكبرى لديها معلومات مهمة عن العملاء ومفصلة مثل معلومات عن الودائع والمعلومات المستقبلية للعملاء.

وقد وضعت (SEC) قائمة بالمعلومات المطلوب من العميل تقديمها لكي يتمكن السمسار والمستشار المسجل من تقديم مشورة أوراق مالية ملائمة له وهي:

"سمسار الخصم والمستشارين المسجلين"... المتوقع منهم أن يقوموا بعمل استفسار معقول عن أهداف العميل الاستثمارية وموقفه المالي واحتياجاته والمعلومات المتعلقة بالموقف المالي. هذه الاحتياجات يجب أن تتضمن معلومات تخص الحالة الاجتماعية للعميل وعدد وأعمار أبنائه (عائلته) ومكاسبه ومدخراته والتأمين على الحياة وأوراقه المالية ومصادر دخله الأخرى)[٢].

ويتبين لنا مما سبق أن أساس وجوهر نظرية الملاءمة هو نفسه توفيق بين أهداف الاستثمار والحاجات الأساسية والاستثمارات الأخرى للعميل وبين صفات الأوراق المالية التي يتم التوصية بها.

ويلاحظ أن القاعدة السابقة والتي تم مناقشتها عاليه (b) 2310 لا تنطبق على العملاء المؤسسين (أي المؤسسات كالبنوك والشركات الكبرى)

---

(1) See. NASD Conduct Rule 3110, NASD, Manual (CCH) (Nov. 1998). http://www.Nexis.Com.

(2) Adopting of Rules Under Section 15 (b) (10) of the Securities Exchange Act, Exchange Act Release No. 8135 (1966-1967 Transfer Binder), Fed. Sec. L. Rep. (CCH) p. 77 (Aug., 1967) http://www.Nexis.com.

وقد عرفت القاعدة (c) (2310)[١]. من قواعد (NASD) العملاء المؤسسين بأنه سوف يعني حسابات (أ) البنــوك والمــدخرات وقــروض الجمعيــات وشركات التأمين أو شركات استثمارية محلية. (ب) أي كيان آخر إما شخصا طبيعيا أو مؤسسة شراكة أو شركة تأمين أو غيرها رأسمالها لا يقل عن ٥٠ مليون دولار[٢].

قاعدة (IM 2310-C 2310 NASD) معاملة عادلة مع العملاء[٣]:

إن جوهر هذه القاعدة هو أصلا يعتمــد علــى مجمــل أخلاقيــات (NASD) ومضمونها أن الوسطاء (السماسرة ومستشاري الاستثمار) عليهم مسئولية كاملة وأساسية بأن يتعاملوا بعدالة مع عملائهم، وقد حدد مستشارو (SRO) حالات انتهاك مسئولية المعاملة العادلة على النحو التالي:

أ) التوصية بالسندات المالية رخيصة الثمن خاصة أثناء ارتفاع البيع عــن طريق حملات البيع عن طريق الهاتف دون محاولة الحــصول علــى معلومات عن الملاءمة من العملاء.

---

(1) NASD Conduct Rule 2310 (C), NASD Manual (CCH) P. 2310 (April, 1997).
http://www.Nexis.com.

(2) NASD Conduct Rule 3110 (C) (4), NASD Manual (CCH), p. 3110 (Nov. 1998).
http://www.Nexis.com.

(3) IM والتي تسبق المادة التفسيرية السابقة تعني مادة مفسرة أو شارحة لقواعد الاتحاد التي لم تتحول إلى شكل قاعدة متضمنة تفسيرات أو قرارات أو شــرح أو سياســات وخطوط إرشاد، كما يتضمن بعدها رقم القاعدة أو سلسلة القواعد التي تفسرها.

IM Stands for interpretive material of the rules of the association that has not been converted to rule form, including interpretations, resolutions, explanations, policies and guidelines. The IM number includes the number of the rule or rule series which the material interprets.

- See. Guide to the manual, NASD manual (ccH), at 21 (May 1996).

ب) سرعة تقديم النصيحة.

ج) الإيصاء بالتجارة في اعتمادات مالية متبادلة خاصة قصيرة المدى منها.

د) الأنشطة الاحتيالية متضمنة إنشاء حسابات خيالية، التداول المفــرط فــي حسابات العملاء من غير تفويض، الاستخدام بدون تفويض أو الاستعارة من حسابات العملاء أو أوراقهم المالية، التزييف والبيانات الكاذبة فــي الحقائق المادية والتلاعب.

هـ) التوصية بعمليات بيع وشراء أعلى من القدرة المالية للعملاء[١].

وأخيرا تؤكد هذه القاعدة على التزام الوســطاء (سماســرة الخــصم والمستشارين المسجلين) بوجوب المعاملة العادلة مــع العمــلاء ذلــك فــي المشتقات المالية الجديدة (Derivative) أو المستحدثات المالية الجديدة فــي سوق الأوراق المالية مثل أجزاء الأسهم وعقود الخيارات وغيرها[٢].

---

(1) Fair Dealing with Coustomers, NASD Manual (CCH) PIM-2310-2, at 4261-62.
http://www.Nexis.com.

(2) وقد نص قانون مستشاري الاستثمار في أمريكا على أن "السندات" تعني:

"Security" means note, stock, treasury stock, security future of interest or participation in any profit shoring agreement, collateral – trust certificate, pre organization certificate or subscription, transferable share investment contract, voting trust certificate, certificate of deposit for a security, fractional undivided interest in oil, gas, or other mineral rights, any put call, straddle, option; or privilege on any security (including a certificate of deposite) or on any group or index of securities (including any interest therein or based on the value there of, or any put, call, straddle, option, or privilege entered into on a national securities exchange relating to foreign currency, or, in general, any interest or instrument commonly known as a "security" or any certificate of interest or participation in, Temporary or interim certificate for, receipt, for, guaranty of, or warrant or right to subcribe to or purchase any of the foregoing.

- See. Sec. 80b-2 Definitions investment advisers.

==(ما بعده)

وقد تم وضع هذه القاعدة في تاريخ مبكر سنة ١٩٦٤م مما يدل على تنبه (NASD) لنظرية الملاءمة وأهميتها في التعامل معها. ذلك مع إنشاء الفقرة (هـ) بالتعامل مع المشتقات المالية وقد تم تبنى هذه القاعدة كسياسة

=(ما قبله) وعلى الصعيد المحلي، فإن الحكومة المصرية كانت صاحبة الخطوة الأولى في إنشاء أكبر سوق للعقود الآجلة في الشرق الأوسط عام ١٩٠٣، إلا أنه بتغير الأيلوجية الاقتصادية للدولة بعد ذلك كان له أثر سلبي على تطور سوق رأس المال بشكل عام مع ملاحظة ترادف مصطلحي العقود الآجلة (Forward) "والمستقبليات Futures" يستخدم أحدهما مكان الآخر إلا أن معيار التفرقة يقتصر فقط على أن العقود الآجلة يتم تداولها في سوق خارج المقصورة، بينما المستقبليات عقود ذات شروط نموذجية تتداول في الأسواق المنتظمة".

أما عقود الخيار وهي من عقود المشتقات المالية مثلها مثل العقود الآجلة وتعرف بأنها اتفاق بين طرفين بمقتضاه يمنح أحدهما للآخر الحق في الاختيار بين إبرام عقد معين وبين التراجع عن إبرامه وذلك بحلول تاريخ يحدد مسبقاً.

وقد بدأت البنوك المصرية منذ فترة في استخدام بعض أنواع عقود المشتقات المالية وإن كان اقتصر الأمر فقط على عقود الصرف الآجلة وذلك لأن البنك المركزي المصري في كتابة الدوري رقم ٣٠٥ بتاريخ ١٩٨٩/٧/١٦ يلزم البنوك بعدم المضاربة أو القيام بأي عمليات تنطوي على المضاربة.

وبالنسبة للبورصة المصرية لم تسمح بتداول هذه العقود داخلها ولا يزال نشاطها محصور في الأسهم والسندات مع أن المادة (٤٦) من قانون التجارة الجديد رقم ١٧ لسنة ١٩٩٩ أقر بشرعية المعاملات الآجلة شرط انعقادها في سوق الأوراق المالية، بالإضافة إلى أن اتفاقية تجارة الخدمات الجاتس (GATS) التي وافقت عليها مصر تلزم الحكومة المصرية بتحرير التجارة في قطاع الخدمات المالية الذي يشمل سوق رأس المال والبنوك.

- انظر د/ آمال كامل عبد الله، النظام القانوني لعقود مبادلة الأصول المالية المنقولة، رسالة دكتوراة، جامعة الإسكندرية، منشأة المعارف ٢٠٠٤م، ص١٠ وما بعدها.
- د/ أحمد صلاح عطية، الأدوات المالية المشتقة، مجلة البحوث التجارية، كلية التجارة، جامعة الزقازيق، ١٩٩٨، ص١٠٠، مشار إليه في المرجع السابق.

لمجلس حكام (NASD) وتم ضمها للقواعد القديمـــة الـــسابقة ل(NASD) للممارسة العادلة[١].

وهذه السياسة تم تبنيها من (NASD) وهي مكرهة ومضغوط عليها من جانب الهيئة الفيدرالية (SEC)[٢]. وكتجاوب منها لهذا الضغط. حرصت (NASD) على عدم ذكر لفظ (ملاءمة) وقلصت وحددت واجبات الوســطاء (السماسرة) في الاستفسار مع وجوب احترامهم للملاءمة عند التوصية بالبيع والشراء للعملاء حينما تكون المخاطرة عالية[٣].

وفي الخمسة والثلاثون عاما المنقضية حدث للقاعدة السابقة تغيــرات شديدة. ففي البداية كانت تفسير القاعدة تفسيراً ضعيفاً ومحدوداً لمبدأ الملاءمة أما اليوم فقد أصبح لمضمونها الأخلاقي تفسيراً متسعاً مع تأكيد شديد بالتعامل بعدالة من قبل الأعضاء (السماسرة ومستشاري الاستثمار) مع الجماهير[٤].

ويلاحظ في أن هذا المعيار الأخلاقي المتــسع وهــو يجــسد قائمــة الأنشطة الغير مقبولة والتي أصبح لها تأثير شبه قانوني والذي بدوره يكون أساسا لمنع الخسائر خاصة للعملاء ضد الوسطاء (المستــشارين المــسجلين وسماسرة الخصم)[٥].

---

(1) See. Recommendations to Coustomers, NASD Manual (CCH), Art, III, Sec. 2,(July, 1992).
http://www.Nexis.com.

(2) See. Lewis D. Lowenfels and Alan R. Bromberg. مرجع سابق

(3) See. Recommending Speculative Low Priced Securities, NASD Manual (CCH) PIM-2310 (b) (1).
See. Lewis D. Lowenfels and Alan R. Bromberg. مرجع سابق

(4) See. Lewis D. Lowenfels. Alan. R. Bromberg., p. 1567 مرجع سابق
And See. Fair Dealing with Customers, NASD Manual (CCH) PIM-2310-2(a), (1), at http://www.Nexis.Com.

(5) See. Infra Notes 182-207 and Accompanying Text. See Lewis D. Lowenfels and Alan R. Bromberg. مرجع سابق

إلى جانب أن قضاة ومحكمين تداول الأوراق المالية لا يقدمون أسبابا مكتوبة لأحكامهم وقراراتهم كما أن الاقتراب من المساواة والعدالة ما هو إلا نظرية قانونية تقود أحكام هؤلاء القضاة والمحكمين، ومن جانب ثالث في معظم الأحوال لا يوجد سبب معقول أو حق مؤثر في معظم أحكام الاستئناف وقرارات هؤلاء القضاة والمحكمين بدعوى تعريض الأوراق المالية وسوق التداول لخسائر[١].

قاعدة (NASD 2310-2) التزام الملاءمة بالنسبة للعملاء من المؤسسات:

والعملاء من المؤسسات تم تعريفه على أنه: "أي كيان عدا الشخص الطبيعي وتم تحديده عمليا أكثر بأنهم العملاء الذين يستثمرون ١٠ مليون دولار على الأقل في الأوراق المالية في المجمل"[٢].

وقد بينت (NASD) عام ١٩٩٦م دليلاً معيناً للملاءمة تم تصحيحه للاستفادة منه لتحديد ما إذا كان العضو (شركة السمسرة أو مستشار الأوراق المالية) قد أنجز أحد التزامات الملاءمة مع احترام المعاملات للعملاء من المؤسسات[٣]. وقد تم تبني هذه الأمور من قبل (NASD) كنتيجة لتوسيع سلطاتها في عام ١٩٩٣م بفعل تعديلات القانون الحكومي (الصادر من السلطة التشريعية) للأوراق المالية[٤]. هذه القواعد تعد سيناريو كامل لحماية

---

(1) See. Lewis D. Lowenfels and Alan. R. Bromberg,p.1567 مرجع سابق

(2) Supra Notes 38-39 and Accompanying Text. See lewis D. lowenfals and Alan R. Bromberg. P. 1568 مرجع سابق

(3) Exhibits Relating to Municipalities, in Derivatives 1996: A Voiding the Risk and Managing the Litigation, at 172 (Pli Corp. Law and Practice Course Handbook Series No. 84-7137, 1996). And See lewis D. lowenfels and Alan R. Bromberg. P. 1568 مرجع سابق

http://www.Nexis.com.

(4) Lewis D. Lowenfels and Alan R. Bromberg. P. 8.

شركات الوساطة ومستشاري الاستثمار في الأوراق المالية لمواجهة أحكام الدعاوى القضائية من العملاء من المؤسسات المستثمرين في سندات مشتقة معقدة وخطرة في بداية التسعينات[1].

وقد حددت هذه المادة أن الاعتبار الأكثر أهمية في تحديد مجال ومدى التزامات العضو (السمسار أو مستشار الأوراق المالية) في عمل توصيات للعميل من المؤسسات هما: (١) قدرة العميل على تقدير خطورة الاستثمار بشكل مستقل. (٢) مدى قدرة العميل على استيعاب وفهم المشورة المقدمة له[2].

بشأن النقطة الأولى أو الاعتبار الأول: قدرة المستشار والسمسار على تقدير خطورة الاستثمار بشكل مستقل، قالت المادة (IM 231003) فإنه: "يجب على العضو (سمسار التداول ـ مستشار الأوراق المالية) أن يحدد على أساس المتاح له، قدرة العميل على تقدير خطورة الاستثمار في بعض الحالات ربما يجب على العضو أن يستنتج أن العميل ليس قادرًا على اتخاذ قرارات استثمارية على وجه العموم وفي حالات أخرى ربما تكون قدرة العميل من المؤسسات جيدة على وجه العموم أما قدرته على فهم نوع معين من الاستثمار أو مخاطره وهذا ما قد يثار بالنسبة للأنواع الجديدة من الأوراق المالية والإيرادات المحفوفة بأكثر المخاطر والتي تقوم بها المؤسسات ولو أن العميل إما غير قادر عمومًا على تقدير مخاطر الاستثمار أو يفتقد القدرة الكافية على تقدير أو تقييم منتج معين. فإن فرصة عميل هذا العضو في الالتزام بأشياء معينة في ظل قاعدة الملاءمة لن تكون قليلة

---

(1) Lewis D. Lowenfels and Alan R. Bromberg. P. 8.

(2) Considerations Regarding the Scope of Members, Obligations Customers, NASD Manual (CCH) PIM-2310-3. http://www.Nexis.com.

بالنسبة إلى أن العضو كان يتعامل مع عميل من المؤسسات. ومن ناحية أخرى حقيقة أن العميل يحتاج أساسا إلى المساعدة لفهم استثمار كامن وغير معروف لديه ولا يحتاج بشكل ضروري إلى تعقيد هذا العميل على أنه غير قادر على فهم واتخاذ قرار مستقل بالاستثمار[١].

ثم وضعت هذه القاعدة (IM 2310-3) قائمة بالاعتبارات التي قد تكون أو على علاقة لتحديد قدرة العميل من المؤسسات على تقدير خطورة الاستثمار بشكل مستقل بقولها: "إن تحديد القدرة على تقدير خطورة الاستثمار بشكل مستقل سوف تعتمد على فحص قدرة العميل على اتخاذ قرارات الاستثمار الخاصة به، ثم وضعت القاعدة (IM 2310 -3) قائمة بالاعتبارات والتي بناء عليها يمكن تقدير خطورة الاستثمار على العميل وهي:

- استخدام واحد أو أكثر من المستشارين (مستشاري الاستثمار أو أمناء الاستثمار في البنوك).
- المستوى العام لخبرة العميل من المؤسسات في السوق المالي وكذلك مستواه وخبرته مع الأدوات المالية محل الاعتبار.
- قدرة العميل على فهم مستقبل التوقعات الاقتصادية للسندات المالية الداخلية.
- قدرة العميل على التقدير المستقل في كيفية تأثير تطورات سوق الأوراق المالية.
- تعقد الأوراق المالية مثل المشتقات المالية الجديدة وصعوبة فهمها[٢].

---

(1) See Lewis D. Lowenfels and Alan R. Bromberg. مرجع سابق

(2) انظر المرجع السابق.

أما بالنظر للاعتبار الأهم وهو تدريب العميل على الحكم بشكل مستقل على تقدير توصيات الأوراق المالية توضح هذه المادة أنه: "ربما يمكن للعضو (سمسار الخصم أو مستشار الأوراق المالية) أن يستنتج أن العميل يمارس أو يتدرب بشكل مستقل على الحكم على ما إذا كان القرار الاستثماري سوف يعتمد على تقديره المستقل للفرص أو المخاطر المقدمة وبالنظر لعناصر السوق والاعتبارات الاستثمارية الأخرى"(١).

ثم بعد ذلك وضحت هذه المادة (IM 2310-3) الاعتبارات التي يعتمد عليها العميل لكي يتخذ قرارات استثمارية مستقلة ولنفسه مع احترامه لتوصيات أو استشارات معينة وهذه الاعتبارات هي:

- أي فهم أو تفاهم مكتوب أو شفوي بين سمسار التداول أو مستشار الأوراق المالية والعميل بالنظر إلى طبيعة العلاقة بينهما والخدمات التي يعتمد عليها العضو.
- وجود أو غياب نموذج عقود وقبول التوصيات لعضو.
- استخدام أفكار أو اقتراحات ووجهات نظر العميل نفسه في السوق وكذلك المعلومات التي حصل عليها العميل من أعضاء آخرين أو من خبراء السوق الآخرين خاصة الذين لديهم علاقة بأنواع الأوراق المالية
- التقدير الذي وضعه العضو (السمسار ـ المستشار) للأوراق المالية للعميل الحالية والمعلومات المتعلقة بمناقشة المعاملات الموصى بها أو التي لم تتوفر(٢).

---

(1) See. Lewis D. Lowenfels and Alan R. Bromberg. مرجع سابق

(2) انظر: المرجع السابق.

ويلاحظ أن هذه المادة تصرح بأن ملاءمة التوصية للعميل تكون قد أنجزت من قبل السمسار ومستشار الأوراق المالية وذلك بناء على ما سبق حينما يوضع هذين الاعتبارين المذكورين سابقا محل اعتبار من قبل السمسار ومستشار الأوراق المالية وهما... قدرة العميل على تقييم مخاطر الاستثمار بشكل مستقل وممارسة العمل طبقاً للتوصيات المقدمة من (السمسار والمستشار) بشكل مستقل وأما إذا فوض العميل سلطة اتخاذ القرار للسمسار أو المستشار الاستثماري أو لبنك ما فإن التزام العضو (السمسار أو المستشار) بتحديد أن التوصية مناسبة للعميل لا محل للكلام عنها هنا وتكون قد أنجزت.

أن الوصف السابق (IM 2310-3) ما هو إلا محاولة لتقديم ملخص مقارن وواضح لهذه القاعدة المعقدة حيث ينتقد بعض الفقهاء في الولايات المتحدة هذه القاعدة بقولهم: "أن هذه المادة أصلاً كانت معدة لحماية الوسطاء (السمسارة ومستشاري الأوراق المالية) من مواجهة الخسارة من المستثمرين من المؤسسات ولكنها خففت بتغييرات لاحقة[1] والنتيجة أن القاعدة أصبحت إلى حد ما غامضة حيث أن تعبيراتها الاصطلاحية وفرت دلائل فقط للأعضاء كي يحددوا مدى ملاءمة معاملات عميل معين من المؤسسات وذلك بقواعد تختلف من حالة إلى أخرى. وهذا ما قيل في نفس الوقت أنها يجب اعتبارها قاعدة لا تؤثر ولا توصل لميناء آمن للوسطاء (السماسرة والمستشارين) بل أنها وبوضوح وضعت مسئولية تحديد الملاءمة على السمسار ومستشار الأوراق المالية وليس على العميل من المؤسسات. كما أن التعريف الذي وضعته هذه المادة للعميل من المؤسسات يعد تعريفاً واضحاً قطعا ولكن يعتبر تعريف واسع للعملاء من المؤسسات[2].

---

(1) See Supra notes 37-39 and Accompanying Text.
http://www.Nexis.com.

(2) See Lewis D. Lowenfels and Alan R. Bromberg. P. 9. مرجع سابق

قاعدة بورصة نيويورك (NYSE 405)[1]:

بورصة نيويورك ليس لديها في قواعدها القانونية المنظمة لها قاعدة ملاءمة للاستشارات والتوصيات المقدمة من السماسرة ومستشاري التداول يمكن الاعتماد عليها مثل القواعد السابقة ولكن لديها القاعدة (٤٠٥) وهي (اعرف عميلك) أو (وجوب الاجتهاد)[٢].

وهذه القاعدة وضعت لحماية شركات السمسرة ومستشاري الأوراق المالية من العملاء الغير مسئولين والذين دخلوا حديثا السوق للحصول على التزامات الملاءمة الجارية من السمسار ومستشار الأوراق المالية إلى العميل

وتنص هذه المادة على أنه: "على كل عضو (سمسار أو مستشار) أن يبذل غاية الجهد لمعرفة الحقائق الأساسية المتعلقة بكل عميل وكل أمر وكل مبلغ نقدي وكل حساب احتياطي مقبول أو محمول من جانب أي منظمة)[٣].

كما توجب هذه المادة على الشخص المسئول عن إثبات فتح الحساب مع العميل (العقد) يجب أن يكون على علم شخصي بالحقائق الأساسية المتعلقة بالعميل وبطبيعة الحساب المطلوب قبل إعطاء موافقته[٤].

---

(1) (NYSE) New York, Stock Exchang.

انظر هامش ص ١٤.

(2) See NASD Notice to Members 24-62. Aug. 1994, Available In Lexis 65 (http://www.Nexis.com.) Proposed Suitability Interpretation Could Harm Markets, Markey Warns Nasd, 26 Sec. Reg. and .L. Rep. (BNA) No. 40, at 1366 (Oct. 14, 1994); NASD Notice to Members 95-21, April, 1995, Available in Lexis, 1995 NASD Lexis 41; NASD Issues Rule Proposal on Members "Suitability Obligations, 27 Sec. Reg. F.L. Rep (BNA) No. 16, at 594 (April. 21, 1995) (Amended Version of Suitability Proposal "Merely Provides Guidelines" and is not Intenoled to Create a Safe Harbor" http://www.Lexis.Nexis.com.

(3) See NASD Rule 405 (1), 2 No. Y.S.E. Buide Aug, 1994. http://www.Nexis.com.

(4) See NESE Rule 405, N.Y.S.E. Guide. Aug. 1994 (CCH). http://www.Nexis.com.

مع أنه لم تعرف (NYSE) ما معنى "الحقائق الأساسية" بشكل واسع. ما عدا القول بأخذها في الاعتبار لإثبات أن حساب العميل يتفق مع المعاملات التجارية الإضافية[١]. وهنا تطلب (NYSE) من أعضائها البحث للحصول على اختيارات العميل الذي يعد شخص طبيعي.

خلاصة ذلك – أن معلومات الملاءمة يجب أن تتضمن أهداف الاستثمار، حالة التوظيف، تقييم الدخل السنوي، تقييم الربح الجاري، الحالة الاجتماعية للعميل، العجز والخبرة الاستثمارية[٢]. وهذه معلومات عامة يشترك فيها معظم العملاء لذا يمكن تضمين هذه المعلومات في حسابات (عقود) نموذجية يشترك فيه معظم العملاء. ويقع العبء على السماسرة والمستشارين لبيان (الحقائق الأساسية) بالنظر لكل عضو لوحدة وبمفرده والخاصة به. حيث يعرف الباحثين والقانونيين ل(NYSE) بشكل شفوي أو معلوماتي (الحقائق الأساسية) على أنها معلومات تؤثر على قدرة العميل لقبول المجازفة (المخاطرة) ولأنه لا يوجد مقياس رسمي مكتوب وموجود في القاعدة لمعنى الحقائق الأساسية فإن قانونيي وباحثي (NYSE) يحتفظون بالسلطة التقديرية في اتخاذ القرار بعد التحقيق.

وتختلف قاعدة (NYSE 405) عن قاعدة (NASD 2310) من حيث:

أولاً: قاعدة (NYSE 405) تطبق مع جميع العملاء، وكل الأوامر وكل مبلغ نقدي أو حساب احتياطي لدى السماسرة والمستشارين في حين أن قاعدة (NASD 2310) تطبق فقط على الاستشارات والتوصيات الصادرة من السمسار ومستشار الأوراق المالية[٣].

---

(1) See. Rule 721 (b) N.E.S.E. (CCH) Dec. 1995.
(2) See Lewis D. Lowenfels and Alan R. Bromberg. P. 10 مرجع سابق
(3) NYSE Rule 405 (Aug. 1994).
http://www.Nexis.com.

ثانيًا:قاعدة (NYSE 405) تطلب من أعضائها استخدام حق الاجتهاد لمعرفة الحقائق الأساسية المتعلقة بالعميل وهي قاعدة (اعرف عميلك)[١].

ثالثًا:قاعدة (NYSE 405) لا تعرف ما هي الحقائق الخاصة بالعميل والتي يجب مراعاتها عند كل تعامل معه ليكون التعامل ملائما له بعكس قاعدة (NASD 3210 (b).

كما لم تفرق القاعدة (NYSE 405) بين العميل من المؤسسات والعميل من غير المؤسسات (الطبيعي) كما فعلت القاعدة (IM 2310(b) أو (IM 2310-3) الخاصين (NASD)[٢].

كما أن الأعضاء القانونيين المراقبين لعدم ملاءمة المعاملات والاستشارات في (NYSE) أكثر من الموجودين في (NASD) بمراحل وذلك لمنع وتحريم السلوك الغير متسق مع المبادئ العادلة. وأخيرًا فإن قاعدة (NYSE 405) والتي لم تعرف التوصيات والاستشارات يمكنها خلق مشكلة في التحقيق مع السماسرة هؤلاء الذين يتلقون الأوامر فقط ولا يقومون بتقديم استشارات وتوصيات للعملاء وهم ما يسموا (سماسرة الخصم) في (NYSE) مما يضع قضاة أحكام السندات المالية في وضع غير جيد عندما يدعي العملاء بأن التوصيات المقدمة لهم غير ملائمة في حين أن السماسرة لم يصدروا توصيات أصلاً.

---

(1) NYSE Rule 405 (Emphasis Added) مرجع سابق

(2) NASD Rule 405, 2310 (b), (c) NASD Manual Suitability Obligations to Institutional Customers (NASD) Manual PIM-2310-3 (April, 1997).
http://www.Nexis.com.

قواعد الملاءمة في عقود الخيارات:

التجارة في عقود الخيارات يمكن أن تكون خطيرة ومعقدة جدًا، ولذلك وضعت منظمات (SRO) متطلبات ملاءمة خاصة للتجارة والتداول في عقود الخيارات ويعد مجلس تداول الخيارات بشيكاغو (CBOE)[١]. هو منظم التجارة في عقود الخيارات المسجلة. وعند توقيع أي عقد من عقود الخيارات يجب أن يكون هذا العقد مبني على توصية سليمة ملائمة لهذا العميل وذلك على أساس المعلومات التي جمعها هذا العميل وذلك بعد عمل استبيان واستفسار معقول عن الأهداف الاستثمارية والموقف المالي أو أي معلومات أخرى معروفة لهذا المستشار أو السمسار.كما أنه لن يوصي أي عضو (مستشار أوراق مالية أو سمسار تداول أو بنك) بأن يفتح معاملات وتداولات في أي عقد خيارات إذا لم يكن الشخص العميل لديه معرفة وخبرة في الأمور المالية حيث يتوقع منه أن يكون قادرًا على تقييم المخاطرة في المعاملة التجارية الموصي بها وقادرًا ماليًا لتحمل المخاطر بالوضع المشار به في عقود الخيارات[٢].

وعلى ذلك فإن متطلبات (التوصية) و(الاستفسار المعقول) تتشابه قواعدها في عقود الخيارات الموضوعة من قِبَل (CBOE) مع قاعدة (NASD-2310)[٣]. مع اختلاف المسمى لغة. رغم أن (CBOE) لديها عدد من المتطلبات لإضافته والتي تراكمت مع مر الأيام وذلك لاحترام الملاءمة عند تقديم توصية بشأن التجارة في عقود الخيارات معها وكما اتضح من الفقرة ٩/٩ هناك تأكيد خاص على قدرة العميل على تقدير المخاطرة وقدرة العميل المالية لتحمل المخاطرة المتعلقة بالأوضاع الموصي

---

(1) (CBOE) Means. Chicago Bord Options Exchange, the Originator or Trading in Listed Options, States.

وتعرف عقود الخيارات بأنها اتفاق بين طرفين بمقتضاه يمنح احدهما للآخر الحق في الاختيار بين إبرام عقد معين وبين التراجع عن إبرامه، وذلك بحلول تاريخ يحقق مسبقا

(2) See Pule 9-g, 2 Chicago Bd. Options Ex. (1998). http://www.Nexis.com.

(3) NASD Conduct Rule 2310, NASD Manual (April, 1997) مرجع سابق

بها في عقود الخيارات كما أن قاعدة (CBOE) تفرض على الأعضاء بهـا متطلبات الملاءمة وكذلك متطلبات حق الاجتهاد لتعلم ومعرفة المعلومات المتنوعة مع الاحترام للأهداف الاستثمارية للعميل وموقفه المالي وكذلك المتطلبات الخاصة لتنوع خلفية العميل والمعلومات المالية المتوفرة له[١].

الدعاوى القضائية في ظل قواعد (SRO) الملاءمة:

ورغم القواعد القانونية السابقة والتي طرحت. إلا أن الخلط بين السلوك الملائم والسلوك غير الملائم في ظل هذه القواعد مازال غامضًا وغير معين[٢]. حتى مع تعريف هذا السلوك في هذه القواعد بل والأدهى أنه غير قابل لتجنب هذا الخلط في ظل هذه التعريفات الغامضة والمتسعة وفي ظل المقاييس الأخلاقية للشرف التجاري والعدل والمساواة[٣]. ولـذا يجب النظر في الدعاوى القضائية الصادرة عن (SRO) والأوامر الصادرة من قضاة وإداريي (SRO) والتي أنشأت معايير معينة ومفيدة في تعريف عدم الملاءمة.

ففي قضية (In Re Holland)[٤] السمسار صاحب السجل السابق غير النظيف تم وقفه ودفع غرامة ٥٠٠٠ دولار وطرد من الجمعية لانتهاكه القواعد الحالية (NASD-2310)(a) و(2210) بتقديمه توصيات (استشارات غير ملائمة للعميل واتخذ قضاة (Panel) المحلفين (NASD) قرارات

---

(1) NASD Conduct Rule 2310, NASD Manual, (April,1997)مرجع سابق

(2) See. Lewis D. Lowenfels and Alan Bromberg. مرجع سابق

(3) See. NASD Conduct Rule 2110, NASD Manual (Aug. 1998); See NYSE Rule 476, N.Y.S. Guide (Aug. 1996). http://www.Nexis.com.

(4) See. Exchang Act Release No. 36, 621, 60 SEC Docket (Dec. 12, 1995). مرجع سابق

مبدئية تم تأكيدها في دعوى بواسطة (SEC) رغم معرفة أن السمسار تصرف بحسن نية ولم ينوي إضرار العميل[١].

وكانت العميلة أرملة تبلغ الثانية والثمانين من عمرها والتي حتى سنة ١٩٩٠م كانت نشيطة ومستقلة ومهتمة بشئونها وقد استلمت الضمان الاجتماعي الخاص بها ومبلغ من عقد بيع أرض ولم تكن تعتمد على الدخل الآتي من الاستثمار لنفقات معيشتها كما حصلت على حصة من ميراث خاص بها ولم يكن لدى الأرملة أي أولاد وخططت لترك معظم ثروتها للإحسان والصدقة وقد أصبح السمسار هو منفذ حسابها للاستثمار منذ عام ١٩٨٤م وفي ديسمبر ١٩٨٧م كانت محفظة العميلة تتألف من ١٢ وضع أولا: الديون والفائدة والسندات الموثقة. في السنوات الثلاث أوصى السمسار أن تشتري العميلة على الأقل ٢٥ استثمار في ورقة مالية مختلفة وقد ادعت NASD أن إحدى عشرة ورقة مالية غير ملائمة التوصية بها ووافقت (SEC) على أن توصيات السمسار ككل كانت غير ملامة لحساب العميلة[٢]. وأن شركة السمسرة مرة أو أكثر ضمنت هذه الأوراق في شركات كانت تقع في خسائر ولم تستطع دفع حصص الإيراد بالإضافة إلى ذلك سبعة من بين هذه الشركات كانت لديها عروض بها درجة كبيرة من المخاطرة وقد كتبت (SEC) له تقرير موثق بشأن هذه التوصيات. حيث قالت أن المستثمرة قد وثقت بمشورته وحتى لو استنتجنا أن برادلي قد فهمت توصيات هولاند وقررت اتباعها فهذا لا يعفي هولاند من التزاماته بعمل مشورة ملاءمة. وقد علمنا أن (NASD) وجدت أن هولاند تصرف بحسن نية ولم يتسلم أكثر من العمولة الطبيعية لهذه الاستشارات والمعاملات[٣].

---

(1) See. Lewis D. Lowenfels and Alan R. Bromberg. مرجع سابق

(2) انظر المرجع السابق.

(3) See. Lewis D. Lowenfels and Alan R. Bromberg. مرجع سابق

وعلى العكس وفي حالة مشابهة أقرت (SEC) في رأي لها في قضية (In Re Hassanieh) حيث قررت (SEC) أن (NASD) فشلت في أن توضح أن استشارة المستشار (السمسار) للعميل في شراكة محدودة كانت غير ملائمة وذلك في سنة ١٩٩٠م في ظل القواعد (IM 2210 – 2310(a)) حيث حضر العميل ندوة استضافها السمسار (المستشار) حيث أوصى بالاستثمار في الرصيد الضريبي الوطني (NTC) وتم مناقشة ذلك. وبعد الندوة اتصلت العميلة بالسمسار وطلبت منه الرد عليها بالمنزل، شرحت العميلة (للوسيط) المستشار ـ السمسار أنها تريد الاستثمار لنفسها وبمعاش زوجها وذلك خلال عشر سنوات وأنها تريد الاستثمار في مجال استثماري يخفض ضرائبها لأنها وزوجها كانوا في قمة الكسب لسنوات. وفي وقت قريب وصل دخل الزوجين إلى ٤٢,٠٠٠ دولار، وطبقًا المعلومات التي أعطتها العميلة للسمسار أوصى السمسار بالاستثمار في الرصيد الضريبي الوطني (NTC) ووافقت العميلة على استثمار ١٥,٠٠٠ دولار وقد وجدت (NASD) أن توصية السمسار غير ملائمة، لأن الاستثمار (NTC) لا يلائم طلبات العميلة وأحوالها المادية.

وعند الادعاء في القضية قررت (SEC) بأنها لا تعتقد أن (NASD) كانت على حق في قولها بأن التوصية غير ملائمة حيث رأت أن استنتاجها كان خاطئ لذا ترى أن المشورة كانت ملائمة للعملية وذلك للأسباب التالية:

أن العميلة حددت للسمسار المستشار هدفين للاستثمار وهما [١] دخل التقاعد [٢] حصيلة الضرائب. وقد حددت (SEC) أن الزوجين تسلما رصيد ضريبي من خلال استثمار أعيد استثماره وهذا ما أضاف إلى سنوات التعاقد. علاوة على ذلك صرحت نشرة التجارب التمهيدية أن الاستثمار الفردي في (NTC) يجب أن يكون إما استحقاق استثنائي للمنازل، الأثاث أو السيارات

وعلى الأقل ٣٠,٠٠٠ دولار ممزوجا مع دخل مستحق لا يقل عن ٣٠,٠٠٠ دولار أو بديل ومستحقات ٧٥,٠٠٠ دولار مستحقات. ووجـدت (SEC) أن الموقف[١] المالي للزوجين يقع ضمن هذه الشروط وأخيرا أوضحت (SEC) أن السمسار ناقش الاستثمار مع محاسب الـزوجين الـذي أيـد المـشورة بالاستثمار في (NTC) وبمبلغ ١٥,٠٠٠ دولار واستخلصت (SEC) من كل ذلك بقولها: "أن (NASD) لا تعتقد أنها ارتأت أن استشارة السمسار كانـت غير ملائمة لهذا تستبعد هذا الاكتشاف وهذه النتيجة"[٢].

وفي نزاع (In reventers) أقرت (SEC) عقوبة بغرامـة ٢٥٠٠ دولار وطرد من المهنة لمدة يوم واحد وذلك في ظل قواعد (3210 , 2110) (a) وذلك أنه أوصى بالمضاربة في شركة خاسرة للأموال ولـم ترفـع أي إيرادات من فترة وكانت العميلة أرملة ذات ٧٥ عاما وكان مبلغ استثمارها لا يتجاوز ٣٥,٠٠٠ دولار. وقد تم الحكم على المستشارين هولانـد وهامنيـه وفيشر جميعا بالأحكام التأديبية السابقة بواسطة (NASD) و (SEC) وذلك في ظل قواعد (NASD) المشار إليها سابقا وخصوصا (a) -3210) والتي تتعلق بالملاءمة[٣].

وفي قضية رايجين (In Re Rahgen)[٤]. قدم سمسار مشورة لثلاثة مستثمرين مضطربين ليس لديهم خبرة واثنين منهم كبار في السن وثلاثـتهم

---

(1) See. Lewis D. Lowenfels and Alan R. Bromberg. مرجع سابق

(2) انظر المرجع السابق http://www.Nexis.comb .

(3) انظر المرجع السابق، وانظر: .http://www.Nexis.com

N.Y.S.E. Guid (CCH) (Aug. 1996)

Exchange Act Release No. 31, 823, Docet 771 (Feb. 8, 1993).

(4) Exchange Act Release No. 38, 486 Sec. Decket 731 (April, 8, 1997). http://www.Nexis.Com.

See. Lewis D. Lowenfels and Alan. R. Bromberg. مرجع سابق

ذوات موارد مالية محدودة حيث أوصى لهم بأن يركزوا استثماراتهم في مشتريات أوراق مالية هامشية (احتياطية) لخزينة الولايات المتحدة الأمريكية للسندات المالية الخاصة بها (Strip) وفي سندات غير معروضة وهذه المشورة وجد أنها غير ملائمة للأسباب الثلاثة الآتية:

أولاً: كانت الاستثمارات المشار بها غير ملائمة لأن العملاء الثلاثة كانوا يطلبون استثمارات آمنة مدرة للدخل ولا يرغبون في المضاربة.

ثانيًا: الدرجة التي وصل إليها السمسار في استخدام الاحتياطي المالي كانت بها مخاطرة غير ملائمة وذلك للعملاء الثلاثة الذين لا تتوافر لديهم الخبرة وجل طلباتهم دخلاً إضافيًا لهم من خلال هذه الاستثمارات في الأوراق المالية.

ثالثًا: أن تركيز الشراء بناء على المشورة على الأسهم العادية زاد من فرص الخسارة بالنسبة لهم، وهو ما يعتبر ابتعاداً عن الاستثمار الآمن وهو هدف العملاء الثلاثة بدون مضاربة.

ويعد قرار (SEC) السابق مشابه لقرارها في قضية هولاند(١).

وقد اعترف السمسار عند التحقيق معه بأن العملاء كانوا يستثمرون أموالهم في الأوراق المالية بطريقة غير ملائمة لهم فأضاف أن العملاء أنفسهم كانوا يرغبوا في المضاربة لا الاستثمارات الآمنة وقد كانوا واعين بالمخاطرة. وقد انعقدت اللجنة (SEC) عدة مرات بهذا الشأن وذلك ليس من أجل ما إذا كان العملاء يعتبرون التداولات التي تمت في حساباتهم ملائمة أم لا ولكن لبحث ما إذا كان السمسار أنجز ووفى بالتزامه المفترض بالملاءمة

---

(1) See. Lewis D. Lowenfels and Alan R. Bromberg. مرجع سابق

عندما أخذ على عاتقه تقديم المشورة إليهم وذلك طبقا لموقفهم المالي واحتياجاتهم[١].

وفي نزاع نيكولاي (In Re Nicholaoy) أثبتت (SEC) عقوبة وقعت بواسطة (NYSE) في ظل القاعدة (a) 476 لـ(NYSE) على ممثل ميريل لينش الذي وجدته (NYSE) قد قدم مشورة باستثمارات غير ملاءمة للعديد من العملاء في الموقف الأول أوصى السمسار وباع لأثينا كازسيونيس حصص في صناديق مالية متعددة صممت أصلا لمستثمرين يطلبون زيادة رأسمالية وعلى استعداد للمجازفة والمخاطرة وبشكل كبير. وهذه المدعوة كارزسيونيس كانت متقاعدة وأخبرت السمسار أنها لا تريد الاستثمار في سندات غير مضمونة من حكومة الولايات المتحدة الأمريكية وكان لها دخل سنوي ٦٠٠٠ دولار والقيمة الصافية لهذا الدخل بعد الخصومات ٧٥,٠٠٠ دولار إلى جانب استخدام هذا السمسار الفرق بين الشراء والبيع وحساب كازسيونيس رغم كون الأخيرة لم تكن تفهم مصطلحات شراء السندات على الهامش أو الاحتياطي والفرق بين الشراء والبيع، وعندما طلبت كازسيونيس من السمسار باعتباره وسيط ومستشار لها تفسيرًا لمصطلح نفقات الفرق بين البيع والشراء في حسابها ضللها السمسار بقوله أن الثمن سوف يصل حسابها بنهاية العام[٢].

وفي نزاع آخر مشابه للنزاع السابق قام سمسار الخصم بفتح حساب مشترك للمدعوة مارجوري لصالح ابنتها باولين وكان لباولين دخل سنوي حوالي ٢٠,٠٠٠ دولار والقيمة الصافية (استحقاق) ٦٠,٠٠٠ دولار وقد أخبرت أمها السمسار أن باولين تريد استثمار آمن حتى يمكنها الادخار

---

(1) انظر المرجع السابق.

(2) See. Lewis D. Loenfels and Alan R. Bromberg. مرجع سابق

للمعاش ويكون لديها اعتماد مالي متاح في حالة الطوارئ ورغم ذلك قدم السمسار مشورة للعميلة ونفذها بنفسه بأن باع حصص حسابات لرودويسكي في اعتماد مالي متبادل تم الاستثمار فيه بأسهم عادية لمؤسسات تقع في الشرق الأقصى أو دول غرب المحيط الهادي وقد حذرت نشرة التجارة التمهيدية من التعرض للمجازفة وهي غير موجودة في البورصات الداخلية القومية(١).

وفي موقف ثالث مشابه أعلم العميل توماس كيد السمسار أنه وزوجته كاترين يجنون استثمار آمن وخالي من المخاطر في حساب ميريل لينش والدخل هو هدفهم الاستثماري. وقد قدم السمسار مشورة للعميل وهو الذي قام بتنفيذها ببيع أسهم كيدي للعديد من صناديق الاعتماد المالي المتبادلة والتي كانت في فترة النمو وخطرة والتي كانت أيضا مهتمة بالأسهم السلعية المشتركة والتي حذرت منها نشرة التجارة التمهيدية من أن المستثمرين قد يخسرون جزءا أو حتى كل أموالهم التي يستثمرونها(٢).

وأخيرا في موضوع آخر استخدم السمسار الفارق بين البيع والشراء في الحسابات المشتركة المفتوحة بواسطة ماري كلوف ووالدتها وينفريد ريدر وهي أرملة تبلغ من العمر ٧٣ عامًا وتم فتح الحساب باسم ريدي وبأموالها ولمنفعتها رغم أن السمسار يتعامل بمفرده وبشكل منفرد مع كلوف. وفي الوقت المناسب حصلت ريدر على دخل سنوي ٤٠٠٠ دولار واستحقاق صافي ٢٠,٠٠٠ دولار شرحت كلوف للسمسار أن المال في حساب ريدر يحتاج لأن يكون متاحا لدفع النفقات العلاجية الطبية أو أي شيء آخر تحتاج إليه ريدر أخبرت كلوف السمسار أيضًا أنها لا تريد خوض أية مخاطر أو

---

(1) See. Lewis D. Lowenfels and Alan R. Bromberg. مرجع سابق

(2) انظر المرجع السابق.

مضاربات ورغم أن كلوف لم تكن تفهم معنى كلمة الفروق المالية بين البيع والشراء (Margin) أو (هامش الربحية بين البيع والشراء) فإنه تكبد أكثر من ٣٠٠ دولار تأمين مالي (مصاريف) وبالنظر إلى عجز هذه السيدة والظروف المحيطة بها رصدت (SEC) أن استخدام التأمين المالي والذي أوصى باستخدامه السمسار ليس مناسبًا لحسابها[١].

ويرى بعض الفقهاء في الولايات المتحدة أن العقوبات التي تعتمدها منظمات التنظيم الذاتي (SRO) في ظل قواعدها للملاءمة السابق الإشارة إليها غير كافية في القضايا السابقة حيث أن العقوبة في قضية رانجين ونيكولاو (Rangen & Nicholau) لم تكن مناسبة وذلك لوجود انتهاكات أخرى إضافة إلى الاستشارات غير الملاءمة المقدمة في هذه القضايا حيث يجب أن تزيد من مدة العقوبة. والعقوبة في قضية هولاند المشار إليها سابقاً وفينتر (Holland and venters) وذلك لقيامهم بانتهاك قواعد الملاءمة الخاص ب(SRO)[٢]. والخاصة بالمشورة كانت فقط تشمل الاستبعاد ولفترة

(1) See. Lewis D. Lowenfels and Alan R. Bromberg. مرجع سابق

(2) انظر المرجع السابق: وتنص قواعد السلوك الخاصة ب (NASD) 2110 و 2310 على العقوبات التالية لمن خالفها: [١] عقوبة الحرمان المالي المؤقت. [٢] المنع من مزاولة المهنة. [٣] عقوبات أخري وهي غرامة من ٢,٥٠٠ دولار إلى ٥٠,٠٠٠ دولار في حالات الاستشارات والتوصيات الواضحة لسندات غير ملائمة وبدون وجود سابقة في نفس الموضوع الأخير في الاعتبار الاستبعاد من ممارسة كل أو بعض المعاملات الفردية وإيقاف المدعى عليه من عشرة إلى ثلاثين يوم تجاري، وفي الحالات المسيئة تم استبعاد المدعى عليه الشركة العضو (السمسرة أو المشورة) مع الحرمان من أي أنشطة أو كل الأنشطة والوظائف لأكثر من عامين.

- Tis Guideline also is Appropriate for Violations of MSRB Rule G. 19.
- See. NASD, Sanctions Guidelines Booklet (1998).
  http://www.Nasdr.com./3100-10.htm.
  http://www.Nexis.Com/New/Frame.

قصيرة بالإضافة لغرامات صغيرة كانت تقريبًا مخففة وكان الأصل التشدد في هذه العقوبات لخطورة ما قاموا به.

قواعد الملاءمة في (SEC):

قد تناولنا سابقا مفهوم الملاءمة وحالات الملاءمة في منظمات التنظيم الذاتي (SRO) وخصوصا لدى (NASD) و(NYSE) وفحصنا القرارات الصادرة والقائمة على قواعد (SRO) وهي[١] قواعد أخلاقية أكثر منها قانونية وتأخذ مسميات عديدة منها الأخلاق والشرف التجاري والمبادئ العامة للتجارة والتي فرضت على أعضائها عقوبات عند مخالفتها حيث أن مصدر الالتزام في قواعد السلوك المهني دائماً يأتي من رضاء عضو المنظمة بانضمامه إليها وخضوعه لقواعد العضوية والالتزام بنظامها بعيداً عن القانون بالمعنى الفني الدقيق والسلطة القضائية، وعند المخالفة توقع جزاءات تأديبية، بالإضافة للقضاة الخاصية بهذه المنظمات ويطلق عليهم (Renal).

لذا اضطرت على إصدار قرارات أخرى ملزمة بناء على قرارات (SRO) أما قواعد (SEC)[٢] لمتطلبات الملاءمة وهي ما تناولتها القواعد (10(b), 15(c), nd(bb)-5-15,1-2) هذه القواعد لا يمكن معاملتها كأخلاقيات مهنة، ولكن تعتبر قواعد لها إلزام قانوني بالمعنى الدقيق وليس فقط كأخلاقيات وذلك سنة ١٩٦٠م حيث ظهرت حالات قليلة حيث أقرت (SEC) في قضايا لها أن إثارة موضوع الملاءمة ربما يمثل انتهاك للقاعدة (10(b)5) القائمة. أما قواعد (SEC) لجنة الأوراق المالية (وهي هيئة

(1) See. NASD, Sanctions Guidelines Booklet (1998). http://www.Nasdr.com./3100-10.htm.
(2) See. NASD, Sanctions Guidelines Booklet (1998). http://www.Nasdr.com./3100-10.htm.

حكومية فيدرالية) لمتطلبات الملاءمة تم ذكرها في القواعد (bb)5-15,1-2) (15(b), 15(c), nd) ـ وهي قواعد فيدرالية وليست قواعد سلوك مهني تطبق عند الدخول في عضوية منظمة ما، فهي قواعد قانونية بالمعنى الدقيق، وليس فقط أخلاقيات مهنية، وعند ظهور هذه المخالفات المتعلقة بالملاءمة، رأى البعض أن آثاره هذه الموضوع ربما يمثل انتهاك للقاعدة (10(b)5) وفي الأونة الأخيرة تم تبني مفهوم ملائمة التوصيات للعميل بصورة مباشرة في المواد ((15(c)(1), 10(b)) والقاعدة (pb-5) والقاعدة (5 ci-2) وذلك بشكل ملزم وتفعيلها قضائياً، ولكن بشكل مختلف بعض الشيء عن تعامل (SEC) مع القضايا المماثلة سنة ١٩٦٠م.

ويلاحظ بالرغم من أن قواعد المنظمات الخاصة (SRO) عميقة في تناولها لأسس الملاءمة وخصوصاً من الناحية الأخلاقية أكثر مما قدمته لجنة الأوراق المالية الفيدرالية (SEC) وذلك تحت قوانين الآمان لتداول الأوراق الملاية الفيدرالية، إلا أنه لعبت قواعد (SEC) دور هام في تطوير الملاءمة عبر السنين.

وفي منازعة تتعلق بهذا الشأن عرضت على (SEC). وافق سمسار وثلاثة من كبار الموظفين لديه بما فيهم رئيس شركة السمسرة وصاحب الشركة على دفع ٥ ملايين دولار كعقوبات وذلك لمسئولية شركة السمسرة تم قبولها من طرفهم من قبل (SEC). حيث أن العاملين في شركة السمسرة قد قدموا توصيات غير ملاءمة كما استخدموا طرق بيع صعبة وقاسية لا تناسب العميل وهو ما يسمى بيع (الأوراق المالية ذات المخاطر الخاصة (special venture stocks) وقد كتبت (SEC) قائلة: (القيام بتوصيات غير مناسبة للزبائن دون مراعاة عدم الملاءمة لطبيعة هذه الاستثمارات، فيما يخص الإجراءات التي تزيد من الثقة أو العلاقات المشابهة الخاصة بتأكيد

الثقة التي نصت عليها المواد 1 (c) 15 و(b)-10 تعد هذه طريقة خاصة لا تناسب العملاء المذكورين سالفا)[١].

وفي عام ١٩٩٢م قامت (SEC) بتفعيل القاعدة (15 c 2-5) والتي تتطلب أن يعتمد السمسار على مبدأ ملاءمة المشورة للعملاء في البيع والشراء وذلك من خلال برامج محددة. هذه البرامج تضمنت إجراءات متعلقة بتحديد الأسهم وعوائد هذه الأسهم وضماناتها ورهنها لسحب قرض. والإجراءات التي تستخدم لدفع الفوائد وثيقة التأمين. كما أن هذه القاعدة تزود السمسار ببرامج فيما يتعلق بالمخاطرة ويتطلب من العميل أن يقدم للسمسار معلومات تتعلق بموقفه المالي واحتياجاته ومتطلباته حتى يستطيع السمسار تقديم مشورة ملائمة وقد تم وضع هذه الإجراءات في شكل قيود لكي يعمل بها السمسار، حتى أنها تقدم في شكل وثيقة مكتوبة للعميل حتى تكون متاحة للجميع عند الطلب[٢].

كما يظهر من العرض السابق للقاعدة (15c2-5) فقد حددت مسئوليات السمسار عند تقديم مشورة بضرورة مراعاة عنصر الملاءمة، وفرضت مسئوليات على السمسار حتى لو لم يكن هناك علاقة مباشرة مع العميل، وحظرت بيع المشورة للغير حتى لو كان العميل مقصراً في بعض الأمور المادية. وحظرت بيع المشورة (البرنامج) للغير حتى لو كان العميل يتحذلق في بعض الأمور المادية، وتوسيع العروض وتأمين البيع ليس لمجرد التوصيات، وفرض رسوم خاصة وواجبات محددة للسمسار، وهذه المتطلبات حددته القاعدة (15c2-5) في العديد من الحالات وكلها كان الهدف منها توسيع الخبرات المالية للقائمين على هذا البرنامج ووضعهم في حالة ملائمة.

---

(1) See. Lewis D. Lowenfels and Alan R. Bromberg. مرجع سابق

(2) انظر المرجع السابق.

أنواع المشورات غير الملائمة:

هناك نوعان للأفعال غير الملاءمة ذكرتهما القاعـدة (Exchange Act 10(b) والقاعدة (Rule 10 b-5) النوع الأول وهـي الأفعـال غيـر الملائمة التي يمكن تحليلها بشكل بسيط مثل إساءة التمثيـل أو الفـشل فـي التحديد للأوراق المالية، وهو ما قدمته القاعدة الأولى (b-5 10) والثاني هو الأفعال غير الملائمة القائمة على أخطاء أو خلل في التعاقد. ومع هذا التحديد توجد بصورة مكثفة في المحكمـة الفيدراليـة مناقـشات مكثفـة خاصـة بالإجراءات المطبقة ضد السماسرة والمستـشارين والقائمـة علـى قواعـد الملاءمة الخاصة بمنظمات التنظيم الذاتي (SRO) وهناك خلافـات كثيـرة ومع ذلك فإن قواعد (NASD) و(NYSE) هي الأساس في كل الإجراءات المطبقة ضد السماسرة[1].

عناصر عدم الملاءمة بحجة التمويه (إدعاء كاذب) والتقصير:

فـي دراسـة (In Benca Cremi, S.A.V. Alex Brown and Sons-inc) قدم الأربعة رأي بأنه لا يوجد بيع ملائـم لاسـتثمارات غيـر ملائمة وذلك (عند التعرض لضوابط ضمانة القروض) وذلك لأن البنك كان متخوفاً من المخاطر. بناء على هذه المشورة فقد بنـك كريمـي (Cremi) ملايين الدولارات خلال ضوابط القروض هذه وانهـار البنـك بعـد هـذه الإجراءات عام ١٩٩٤م المحكمة رأت أن البنك قد اختار إستراتيجية متوازنة مع المخاطر والفوائد عند البيع أو الشراء[2].

---

(1) See. Alan R. Bromberg and Lewis Lowenfels on Securities Fraud of Commodities Fraud. Ed., 1999.

(2) See. Lewis D. Lowenfels and Alan R. Bromberg Suitability in Securities Transactions. مرجع سابق

وقد قامت السلطات الفيدرالية (SEC) بالاعتراض على هذا الـرأي للمحكمة ووصفت هذه المشورة والأفعال التي تمت بناء عليها بأنهـا غيـر ملائمة، لذا انعقدت المحكمة بناء على هذه الأفعال غير الملائمة وأوضـحت المحكمة بعد ذلك ما يلي:

- أن الأوراق المالية المقترحة لم تكن ملائمة لاحتياجات المشتري.
- أن المدعى عليه يعرف ويعقل أن الأوراق المالية المقترحة غير ملائمة لاحتياجات المشتري.
- أن المدعى عليه رشح أوراقاً مالية غير ملائمة وقدمها للمشتري.
- أن المدعى عليه جعل من الكذب أساساً لملائمة الأوراق المالية للمدعي.
- أن المشتري (المدعي) وجد مبرراً قوياً بناء على ما سبق لقبول عقـد المدعى عليه.

كما وجدت المحكمة أن البنك قام باتخاذ كل الإجراءات المفصلة فـي المشورة[١].

وهناك قضية أخرى تتعلق بالادعاء بعدم الملاءمة والتمويه (الإدعاء الكاذب) حيث قام بعض المستثمرين بالشراكة في أعمال البترول حيث ادعوا أن السماسرة قدموا لهم مشورة بشراء أوراق مالية غير ملائمة لهم ثم باعوها للمستثمرين حيث اتفقوا فيما بينهم على البيع والشراء. كما قدموا لهم عروضاً شفوية حيث أن العروض بالبيع المكتوبة أفضل من الشفوية حيـث لا تقـدم

---

(1) See. Banca Cremi, S.A.V. Alex. Brown and Sons, Inc., 132 F. 3d 1017, 1021 (4th Cir. 1997); Brown V.E.F. Hutton Group, Inc., 991 F. 2 ol, 1020, 1031, (2d Cir. 1993).
See. Lewis D. Lowenfels and Alan R. Bromberg. Suitability Insecurities Transactions.
See. http://www.Nexis.com.

أماناً كبيراً للمتداولين[1]. وقد اتخذت المحكمة قراراً مشابه للقضية السابقة، وهذا أن المشورة غير ملائمة والبيع أيضاً غير ملائم.

ادعاءات عدم الملاءمة بسبب الاحتيال (الغش والتدليس) من خلال التعاقد:

في قضية (In O'brnner V.R.F. Lafferty) خلال الدورة العاشرة أوضحت المحكمة أنها رصدت ٣٢٩ ألف دولار كخسائر وتلفيات من السمسار لتقديمه مشورة وتنفيذها بشأن أوراق مالية وذلك من حيث الحسابات بالبيع والشراء. ولم تجد المحكمة تفسيراً في السجلات الخاصة بالسمسار، أي ما يدل على أي احتيال على المستثمر. ولذا لجأت المحكمة إلى حيلة وهي وضع اختبار معين ذي ثلاثة أجزاء لبيان عدم الملاءمة قائم على الاحتيال من خلال التعاقد ثم قامت بمقارنة بين هذا الاختبار وبين الاختبار السابق الذي ذكرناه بحجة التمويه. وبينما اختلف كل من الاختبار بين اختبار التمويه للسمسار واختبار الاحتيال (الغش والتدليس) إلا أن هناك عنصر أساسي في كل من الاختبارين والذي تكلم عنه القاضيان كلارك ف ـ وجون لا مولا. القائمين في المحكمة الفيدرالية واللذان يقومان بمناقشة توصيات عدم الملاءمة للقاعدة (10 b-5) وهو إثبات الخطأ[2].

وقد قلنا من قبل أن مصطلح الاحتيال مصطلح شائع ويحمل العديد من المعاني وينقسم إلى احتيال فعلي واحتيال بنّاء، والاحتيال الفعلي هو تشويه أو تحريف أو كتمان للحقيقة بشكل متعمد والذي يؤثر بشكل جوهري على الشخص الآخر، أما الاحتيال البنّاء فإنه ينقص كل من الواجب العادل والمنطقي وليس بالضرورة أن يشمل على أي ذنب أخلاقي أو النية للخداع

---

(1) انظر المرجع السابق.

(2) See. Lewis D. Lowenfels and Alan R. Bromberg Suitability in Securities Transactions. مرجع سابق

أو الكذب العقلي ويمكن تعريفه على أنه أي تعدي أو نقص عن طريق تضليل الآخر لظلمه بغض النظر عن نية المؤدي[١]. وفي القانون الخاص بالعقود في أوكلاهوما عرفت الاحتيال البناء على أنه: (أي تعدي للواجب والذي يعدى ميزة للشخص عن طريق الخطأ أو أية دعوى ضده عن طريق تضليله لظلمه أو لظلم شخص آخر)[٢].

ويجب على ذلك في كل الدعاوى التي تزعم الاحتيال ــ طبقا للقانون الفيدرالي الأمريكي (Fed. R. civ. P) أن تكون المرافعة عنها شاملة التفاصيل[٣]. طبقا لقانون الثروات المالية الصادرة سنة ١٩٣٤م وقواعد (SEC–10 b-5) يجب أن يكون الترافع في الدعاوى التي تعتمد على الاحتيال بشيء من الخصوصية والتفصيل الدقيق[٤]. ويجب على المدعي أن يترافع ويثبت العناصر التالية من قانون الأوراق المالية والتي ضمنتها قواعد قانون الأوراق المالية الصادر سنة ١٩٣٤م والقاعدة (10(b)–10-5-b 10) وهي:

١) أن المدعي قد قام بعمل بيان عن حقيقة هامة هي أن المدعي عليه كاذب أو أنه فشل في بيان الحقيقة الأساسية.

٢) أن هذا السلوك حدث عند ترشيح أو تداول أوراق مالية.

٣) أن المدعي عليه هو الذي أحدث هذا البيان أو الإهمال وليس شخص آخر.

---

(1) See Investment Advisories Act. 1998 U.S. Dist Lexis 114 670. http://www.lexis.com/research/retriere.

(2) انظر المرجع السابق.

(3) انظر المرجع السابق.

(4) انظر المرجع السابق.

٤) أن المدعي عليه اعتمد على الإهمال والتمويه (التمثيل السيئ) مما سبب هذه الأضرار والناتجة عن هذا الإهمال والتمويه وقد قضت المادة 10) b-5-10(b) من قانون (SEC) بتعويض مدني عن هذا الإهمال وكذلك المحكمة العليا في الولايات المتحدة الأمريكية (United States Supreme Court) والتي قضت بوجود حق خاص للمدعي عند الإثبات وذلك بناء على القواعد الفيدرالية (1 C.F.P and 240. 10 b-5)[١].

ولضمان صحة التقاضي والادعاء يجب أن تتوفر أدلة واضحة من الحقائق المطروحة بوجود الاحتيال متوافر وموجود في سلوك السمسار أو المستشار كما من الأفضل بيان الباعث لدى المدعى عليه لارتكاب هذا الاحتيال لتقوية الادعاء لأن الإدعاء بالاحتيال ومحاولة كشفه تؤدي إلى خسائر اقتصادية كبيرة للمدعى عليه علاوة على تكلفة اكتشاف الحقيقة [٢]. ويعتبر إثبات سوء السلوك المتعمد (الاحتيال) أكثر تحديدا وسهولة من إثبات السلوك الطائش كما أوضحنا سابقًا [٣].

وفي قضية صندوق تقاعد الموظفين لشركة آليسون وليمز، عند استثمار أموال هذا الصندوق في الأوراق المالية، تعرض الصندوق لخسائر كبيرة مع ملاحظة أن السمسار قام بدور مستشار تداول ومنفذاً بالبيع والشراء ولم يتلق أي أوامر أو نصائح من المدير المسئول عن الصندوق، وقد قدم السمسار للمحاكمة بدعوى عدم ملاءمة التوصيات المقدمة منه والمنفذة بواسطته وذلك لتأسيس إدعاء عدم الملاءمة في قانون ولاية منسوتا ومن

(1) See Investment Advisories Act. 1998, U.S. Dist Lexis 114 670. http://www.Lexis.com/research/retriere.

(2) انظر في هذا المفهوم المرجع السابق.

(3) انظر المرجع السابق.

خلال القاعدة (10b-5) وقال المدعي عليه أن المدعى ارتكب المخالفات التالية:

١ـ توصيات السمسار للأوراق المالية غير ملائمة.

٢ـ أن هذا تم عمداً وبإهمال مما يضر بمصالح المستثمر.

٣ـ أن السمسار هو المنفذ والمتحكم في حساب المستثمر دون تفضل منه.

وقد رأت المحكمة أن المدعي فشل في إثبات ما سبق وبرأت السمسار وهدمت الإدعاء وقالت "مع كل الاحترام للمدعي، هناك إهمالاً وخديعة متعامدة يجب أن تتحول إلى إدعاء بعدم الملاءمة وذلك بموجب قانون ولاية منسوتا للأوراق المالية"، وأوضح القاضي (MERE) عبر عدة نقاط وقواعد أن بعض هذه الإدعاءات السابقة تخالف ما هو متعارف عليه من قوانين.

ويرى أن الإدعاء بعدم الملاءمة خلال قواعد الأوراق المالية لولاية منسوتا يجب أن لا تخالف الإدعاء بعدم الملاءمة التي تقدمه القاعدة الفيدرالية (10b-5) واختتمت المحكمة رأيها "باحترام المدعي عليه وأما بشأن التهم الموضحة له بعدم ملاءمة توصياته فترى "أنها لن تأخذ أي قرار ضده وذلك بموجب قانون الأوراق المالية الفيدرالي ـ حيث لم تلاحظ أي مخالفة منه بشأن عدم ملاءمة توصياته وتنفيذه لها سواء كان عمداً أو إهمال أو تهور منه".

وعلى ذلك لم يتطلب الإدعاء بعدم الملاءمة كما قلنا إثبات وجود أدلة واضحة بوجود احتيال في سلوك المستشار سواء كان سمساراً أو غير ذلك، ومن الأفضل إظهار الباعث لدى المدعي عليه لارتكاب هذا الاحتيال وذلك تثبيت وتقوية الإدعاء.

وقد ترفع دعوى عدم ملاءمة المشورة ضد السمسار ومستشار الاستثمار من العميل بناء على خرقه لواجبات الوكالة والتي يتحملها السمسار تجاه العميل. ففي قضية (In Dwffy V. Covalier Trustees of a Corporate profit المساهمون بنصيب من الأرباح وحقوق التقاعد الخاصة بهم لحقتهم الخسارة من قبل السماسرة الذين قدموا لهم نصائح نفذوها بشراء أسهم غير ملائمة لهم وضمها لحسابهم وقامت محكمة استئناف كاليفورنيا بتعريف الثقة والخطأ لسمسار الأوراق المالية وحكمت على سمسار الأوراق المالية الذي خرق واجب الثقة (الوكالة) عن طريق التوصية بأوراق مالية غير ملائمة للعميل[١]. ولم تطلب المحكمة من المدعين إثبات وجود إهمال من السمسار أو سوء قصد.

مع أنه كما قسمنا الاحتيال إلى بناء وفعلي فإن الاحتيال البناء والذي يماثل الحالة السابقة من وجه من الوجوه لا يتطلب نية من أجل الخداع وأن المسئولية القانونية للاحتيال البناء ربما تعتمد على الإهمال وذلك في محاكم أكلاهوما، وإن كان يجب أن يكون الاحتيال البناء معتمدا على خرق بعض الواجب العادل والمنطقي الذي يدين له المدعي – على سبيل المثال حيث أن السمسار أو المستشار لديه الحق في التحدث ولكن يمكث صامتا فإنه ربما يكون في حالة من حالات الاحتيال البناء، حتى لو ليس لديه نية في التضليل – وعلى ذلك يمكن أن يمثل الاحتجاج على شيء ما والذي يسمى احتجاج بريء ربما يمثل احتيالاً بناءاً حيث أنه يوجد حجر زاوية (حق) من أجل تشكيل الحقائق[٢].

---

(1) See Lewis D. Lowenfels and Alan R. Bromberg. مرجع سابق

(2) See. Investment Advisories Act. 1998, U.S. Dist. Lexis 114 670. http://www.Lexis.Com.

وقد قامت محكمة ولاية فلوريدا بتعويض الخسائر للعميل بادعاء عدم ملاءمة الاستشارات المقدمة وذلك بناء على أن السمسار أخل بواجبات الوكالة بالنسبة لعميله.

ومثال ذلك في قضية كاسورداس (Casordas) حالة مماثلة عرضت على المحكمة حيث أخطأ السمسار في واجبات الوكالة ولم يهتم للتوصيات والاستشارات التي قدمها للعميل وتم الاتفاق عليها مع العميل من قِبَل الشركة التي كانت على وشك إعلان إفلاسها وإعادة تنظيمها وقد فشل الخبير (Trainee) في تقديم توصية مناسبة بعد ذلك لتحسين الحالة المالية للعميل طبقا لاحتياجاته. علاوة على ذلك لم يحصل الخبير (المستشار) في الشركة على كشف بتاريخ حسابات العميل المالية وجعلها متاحة له. وعلى ذلك العقود والسندات للعميل انهارت قيمتها بشكل مستمر وتقريبا كانت تنخفض بمعدل نقطة شهريا. وأخيرا ومن ضمن المخالفات لم يخبر المستشار العميل بحدوث هذه الأشياء. وهذا الانخفاض في قيمة الأسهم يماثل حالة المضاربة في الأسهم في البورصة[1].

ادعاءات عدم الملاءمة القائمة على الإهمال:

النظرية القانونية الثالثة المستخدمة لدعم إدعاء عدم الملاءمة من العميل تجاه السمسار تحت قانون الولاية هي الإهمال أو الخلل في أداء الواجب أو درجة الاهتمام من السمسار تجاه العميل. وفي مثل هذه الحالات يقوم العملاء (المدعين) بتوضيح أن قواعد الملاءمة (SRO) المحددة للواجبات ومستويات الاهتمام لدى السمسار تجاه العملاء تتبني على الثقة وتضع قواعد أساسية لعناية السمسار تجاه عملائه. وأن مخالفة هذه الثقة

---

(1) (1997-93 Transfer Binder) Fed. Sec. L. Rep. (July 16, 1992). See.http://www.Nexis.Com.

والأخطـــاء التي تنتج عن هـــذا وهو ما يعرف بالإهمال يمكـــن التعـــويض عنها، وباختصار فإن صناع قواعد عدم الملاءمة والممارسين لها عند خرق هذه القواعد. وضعوا قانونا غير مكتوب للإهمال (Common law)[1].

ومن الممكن أيضًا أن تطبق المحكمة قواعد الضرر علـــى نظريـــة الإهمال معتمدة في ذلك على وجود خرق لقواعد الملاءمة المستويات التـــي تفرضها قواعد تـــداول الأوراق المالية في بعض الولايات أو مثـــال ذلـــك (The North American Securities Administrators) (NASA) ولجمعية مديري الأوراق المالية هذه تطبيق سياسة وقواعـــد نمطيـــة لبيـــان وتوضيح العمل الغير أخلاقي ومنها الإهمال في تطبيق قواعد التـــي تـــنظم الملاءمة وتشمل قواعدها النمطية هذه مستويات الملاءمة وعناصر الإرشـــاد لتوضيح ذلك وهذه القواعد تميل إلى التركيز على معيار الدخل للعميل[2].

التحـــكيم في المنازعات الناشئة:

التحكيم في المنازعات الذي يفصل بواسطتها في الدعاوى الخاصـــة للتعويضات عن أضرار عدم الملاءمة كما هو واضح مما سبق التحكيم فـــي الأوراق المالية الخاصة بمنازعات (NYSE) و(NASD) وهذه المجـــالس التحكيمية تختص باختصاصات واسعة للفصل في هذه القضايا التي يرفعهـــا العملاء على السماسرة ومستشاري الاستثمار بالنسبة للتوصيات والتصرفات غير الملاءمة والمحكمون لهم الحق في القبول أو الرفض بـــشكل كلـــي أو جزئي لأي من النظريات القانونية التي شرحناها سابقا لتبريـــر مبـــدأ عـــدم الملاءمة، ويمكنهم أيضًا قبول أو رفض المدعي عليـــه ويمكـــنهم إصـــدار

---

(1) See. Lewis d. Lowenfels and Alan R. Bromberg Suitability Insecurities Transactions مرجع سابق

(2) انظر المرجع السابق فينفس المعنى.

قراراهم بعدم الملاءمة بناء على مخالفة واجب (الثقة) (Fiduciary) أو بناء على تأكيد وجود إهمال. وكذلك هم يقرروا صحة الدعوى (القضية) من حيث قانونيتها والعلاقة القانونية والسلامة القانونية حتى مع عدم وجـود قـانون مكتوب، ومن الأفضل دائما للمدعين اللجوء للتحكيم عن المحـاكم العاديـة وإجراءاتها حيث أن التحكيم يحافظ على العدل ومصالح الأطـراف بـشكل كبير[١].

مع الأخذ في الاعتبار أن معظم هيئات التحكيم في صـناعة الأوراق المالية لا تصدر قرارتها في شكل كتابي كما أن قرارات المحكمين لا تلـزم المحكمة أو هيئات التحكيم الأخرى. وفيما يلي نتعرض لبعض هذه القرارات لهيئات التحكيم ومدلولاتها فيما يتعلق بموضوعنا وهو عنصر الملاءمة[٢]:

واحدة من الأحكام الخاصة والتي تتعلق بعنصر الملاءمـة ويعتمـد عليها المحكمين عند التحكيم ويظهر فيها أن المحكمين يستبعدوا فيها الشرائع والقوانين الموجودة والمقبولة هو ما يسمى (Drarme Shop) وهـو اسـم يطلق على الحانة في انجلترا. حيث يقوم القائم بهذه الوظيفة بالتحلص مـن الشخص الثمل. فيقوم الشخص بالتخلص من الشخص الذي زاد في الشراب. وبنفس الطريقة هنا يتشابه السمسار مع الشخص الثمل حيث يبحث المحكمون هل قام بالتعدي على حقوق العملاء وبشكل من الإهمـال وإتبـاع أسـاليب تجارية موصى بها خاطئة من قبله تؤدي إلى الانتحار المالي[٣].

---

(1) See. Lewis Lowenfels and Alan R. Bormberg, Suitability in Securities Transactions., p. 1592. مرجع سابق

- and see. http://www.lexis/com/research/retrieve?

(2) Domke on Aristotle, The Arbtrator's Manual, Approch. H (Compield by Securities Industry Conference on Arbitration).

See. Lewis D. Lowenfels and Alan R. Bromberg مرجع سابق

(3) انظر المرجع السابق.

على سبيل المثال قضية (Bromm. V. Mcdonald co. securities, inc). استثمرت أرملة ثلث ثروتها ودخلها كاملاً في ▪ آلاف عقد خيارات(In 5000 Federated department stores call options) وبعد عملية الشراء بثلاثة أيام انخفضت كل المؤشرات. وفي وجود عدم الملاءمة لعملية الشراء للأرملة كانت النتائج مفزعة وبينت هذه العملية الخسارة لشركتها لعدم طلبها النصيحة أو المشورة واعتمادها على نفسها وبدون تدخل من السمسار. وعندما عقود الخيارات هذه أخيرا حققت نمواً محسوساً في القيمة العملية قاضت شركة السمسرة وقد حكم لها محكمون (Arbitration panel) المختصون بـ(NASD) بتعويض ضئيل. وهو ما لم تقبله المدعية فاستأنفت قرار المحكمين أمام محاكم ولاية أوهايو (Ohio courts) التي قضت برفض الاستئناف[1].

وفي قضية (Weinstein V. Brokers Exchange. Inc) كان رأي المحكمين رافضاً لفكرة أن السمسار عليه التزام للعميل بناء على قاعدة (اعرف عميلك) وذلك لحماية العميل المتفلسف (أي الذي لا يطلب مشورة) من نفسه.

وقد أصدرت صحيفة (Wall street Journal) تقريراً يشتمل على ملف بالأحكام المتعلقة بقضايا (Drarme Shop) والتي تعدت التعويضات المبنية عليها عشرة ملايين دولار في الثلاث سنوات ما بين ١٩٩٢م : ١٩٩٥م[2]. وأقروا التعويضات الفعالة في خرقة لقانون الأوراق المالية وما يتعلق بها من مبدأ الملاءمة في المشورة والتصرف بواسطة المحكمين صعبة

(1) Casse. No. 88-02-868, 1991 W.L. 202358 (N.A.S.D. 1991) (NASD Arb. Panel).
See. http://www.Nexis.com.

(2) Michael Siconolfi, Brokerage Firms Pay Big Damages in "Dramshop" Cases, Wall St. J., May 17, 1995, At C1.

التحقيق بشكل كامل وفعال. وبالفعل فإن لجان التحكيم حريصة على تعويض الخسارة بشكل يلاءم الواقع في أمريكا وحسب كل حالة على حدة.

ففي قضية (In Peterzell V. Charles Schwab. co) قدم العميل شكوى للجنة التحكيم بأنه لحقت به خسائر مدعياً في ذلك أن السمسار مسئول عن الشراء (أي اشترى بدون الرجوع إليه)، وبناء على مشورة منه لمحفظة العميل حيث أن الاستثمار هذا غير مناسب للعميل في نطاق أهداف استثماره، وحيث إن شركة السمسرة مسئولة عن موظفيها حيث إنهم ذوي خبرة، ومن ثم فإن الشركة والموظفين مسئولون عن هذه الاستثمارات، وأن العميل يوافق على ذلك، ويعمل على أساسه.

ولم يكن من الواضح ما هي التوصيات التي قدمتها الشركة للعميل من عدمه، قامت بعد ذلك لجان تحكيم الأوراق المالية بالفصل بين الشركة والعميل في هذا الإدعاء حيث عوضت السيد بيترزل عن الخسائر التي تسبب فيها خرق السمسار للواجب المنوط به لتقديمه مشورة للعميل واتخاذه خطوات منفردة بناء عليها دون الرجوع للعميل، أما تعاملات العميل والتي تمت بناء على أوامر منه دون توصية من السمسار والتي جعلته يخسر كميات كبيرة من المال، فقد وضع هو ماله في مهب المخاطر وهو المسئول. ويلاحظ في هذا الموضع أن لجنة التحكيم لم تبين الشكل الذي يجب أن يدير السمسار عمله بناء عليه بالنسبة للتعاملات التي لا يقدم بشأنها نصيحة للعميل يتلقى فقط منه أوامر[1].

وفي قضية (In Aaron V. Paine Webber, Inc.) حكم على شركة السمسرة بواسطة لجنة تحكيم الأوراق المالية بدفع ٥٠٠ ألف دولار

---

(1) Casse No. 93-04 713 W.L. 74 1939 (N.A.S.D., 1997).
See. http://www.Vexis.Com.

تعويضاً لعميلها المستثمر لديها من مدة كبيرة والذي يبلغ من العمر ٧١ عاماً وذلك لفشل الشركة في تقديم مشورة وخطوات معقولة لتحديد أو تقليل المخاطر والخسارة التي تسببت فيها بمشورتها وأفعالها[١]. ومع أن لجنة التحكيم وجدت أن العميل رجل أعمال ذو خبرة وكان على وعي بآليات السوق والاستثمار وأنه كان يدير أعماله لدى عدة شركات، وأن العميل كان يتحكم في حسابه وفي كل الأوقات وعلى فهم ودراية بالمخاطر. لكن اعتمدت اللجة في حكمها على فشل مدير (الشركة) في تنفيذ أعمال الوكالة التنفيذ الوافي. والفشل في تحقيق عنصر الملاءمة سواء في النصيحة أو أفعال التداول المبنية عليها حتى مع وجود العميل الخبير وكذلك مخالفة قوانين وقواعد الملاءمة في كاليفورنيا والمتعلقة ب(NASD) وهي (Rule 2310(a)[٢].

وفي قضية (In peterzell V. Charles Schwab co.) أشارت لجنة التحكيم إلى فشل شركة السمسرة والإدارة الخاصة بها في تنفيذ ضوابط الملاءمة عند تقديم المشورة أو تنفيذها.

وفي قضية (In peterzell V. Witter Reynolds, inc.) أضافت اللجنة على ما سبق بوجود إهمال من السمسار وخرق السمسار لواجب الثقة (الوكالة) وفي قضية (In Aaron) اعتمدت اللجنة على خرق السمسار لواجب الثقة وخرق قواعد الأوراق المالية في الولاية حيث حدثت خسائر للعميل نتيجة المشورة الغير ملائمة[٣].

---

(1) Casse No. 72-136-1146-88-iD, at 1 (Nov. 9, 1990) On the File with the Bussiness Lawer, University of Maryland School of Law.
(2) Casse No. 32-136-0416-88 (D, at Nov. 9, 1990) (On File with the Dusiness Lawyer, University of Maryland School of Low).
See. http://www.Nexis.com.
(3) Casse No. 88-02868, 1991 W.L. 202358 (N.A.S.D., 1991) (NASD Arab. Panel.
See. http://www.Nexis.com.

وفي قضية (In Cass V. Shearson Lehman Hutton) حكم محكمين (NASD) بتعويض كبير لأرملة رجل غني ومستثمر على أساس أن السمسار خرق قواعد الملاءمة الخاصة ببورصة نيويورك والقواعد الخاصة بالمنظمات الأخرى[١].

وتعتقد لجنة المحكمين بأنه لم يكن يسمح شيرسون للسيد (Cass) كاس في الاستمرار في إستراتيجية التجارة المدمرة وذلك لأن شيرسون ليس سمساراً مسجلاً فقط بل أيضاً مستشار مالي (Financial Consultants) حيث أن محاسبي الاستشارات المالية لن يجيزوا (Mr. Cass) مستر كاس الاستمرار في هذه الإستراتيجية التجارية والتي ترجع به خطوة خطوة للخلف حيث سببت خسارة قدرها مليون دولار بسبب عدم أخذ الحذر والحيطة. حيث أنه في ديسمبر سنة ١٩٨٧م عندما كان ينقل المحاسب الحساب الفردي إلى الحساب المشترك وجد (من وجهة نظره) أن هناك خسارة مقدارها مليون دولار وقابلة للزيادة حتى أنها يمكن أن تصل إلى ٢ مليون دولار وهو ما دعاه إلى كشف حالة الفشل التجاري الذي قام بها السمسار المستشار وعدم إتباعه لقواعد الأوراق المالية الخاصة بالملاءمة ببورصة نيويورك (New York Stock) والقواعد الأخرى الخاصة بمنظمات التنظيم الذاتي (SRO).

وهذه أمثلة واضحة لقضايا ونزاعات عرضت على لجنة التحكيم والتي أقرت فيها بتعويضات بسبب عدم إتباع قواعد الملاءمة التي تحمي المستثمرين وخصوصا القاعدة (405) والتي تعد هي الأساس في الولايات المتحدة لحماية المستثمرين والمنوه عنها سابقًا[٢].

---

(1) NASD Casse No. 91-01484, at (Jan. 31, 1994) (Dolan, Arb.) (On File with the Business Lower, University of Maryland School of Law).

(2) See Lewis D. Lowenfels and r. Bromberg Suitability Insecurities Transactions. مرجع سابق

الالتزام بالملاءمة في مصر:

تنص المادة ٢٥٨ من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال المصري على أنه "يجب أن تلتزم الشركة عند تقديمها لتوصيات إلى عملائها بشأن التعامل في الأوراق المالية مراعاة ملاءمة هذه التوصيات لمتطلبات كل منهم ولحالته المادية وخبرته في التعامل في الأوراق المالية ولسائر ظروفه الأخرى وذلك كله بناء على المعلومات التي يفضي بها العميل إلى الشركة ويتضمنها اتفاق فتح الحساب أو ما يكون منها ظاهراً على نحو بين ...".

ورغم أن سوق رأس المال المصري لم ينظم ترخيص تقديم مشورة الأوراق المالية كما رأينا إلا منذ وقت قصير جداً بقرار من وزير التجارة بإضافة نشاط تقديم مشورة الأوراق المالية للشركات العاملة في مجال الأوراق المالية بناء على نص المادة ٢٧ من قانون رأس المال[1]، وإن كان ما يزال تقديم مشورة الأوراق المالية محصوراً في شركات السمسرة في البورصة، إلا أنه نلاحظ أن نص المادة ٢٥٨ كان استباقياً ونص على أهم عنصر من عناصر مشورة الأوراق المالية وهو عنصر الملاءمة عند تقديم التوصيات بحيث تلائم التوصيات المقدمة للعملاء لمتطلبات كل منهم ولحالته المالية وخبرته في التعامل في الأوراق المالية ولسائر ظروفه الأخرى، وذلك بناء على المعلومات التي يقدمها العميل لمستشارة ويتم تسجيلها في اتفاق فتح الحساب (العقد) أو ما يكون حال العميل ينبئ عنها.

وقد نصت المادة ٣٠، ٣١ من قانون سوق رأس المال المصري على عقوبات إدارية على مخالفة ذلك حيث نصت مادة ٣٠ على أنه "يجوز وقف نشاط الشركة (هنا مستشار الأوراق المالية) إذا خالفت أحكام هذا القانون أو

---

(1) انظر قرار وزير الاستثمار رقم ١٠١ لسنة ٢٠٠٧م، انظر الوقائع المصرية، مرجع سابق.

لائحته التنفيذية أو قرارات مجلس إدارة الهيئة الصادرة تنفيذاً لها أو إذا فقدت شرط من شروط الترخيص ولم تقم بعد إنذارها بإزالة المخالفة أو استكمال شروط الترخيص خلال المدة وبالشروط التي يحددها رئيس الهيئة ويصدر بالوقف قرار مسبب من رئيس الهيئة لمدة تجاوز ثلاثين يوماً ويحدد القرار ما يتخذ من إجراءات خلال مدة الوقف، ويسلم القرار للشركة أو تخطر به بكتاب موصي عليه مصحوباً بعلم الوصول ويعلن عن ذلك في صحيفتين يوميتين واسعتي الانتشار على نفقة الشركة.

فإذا انتهت هذه المدة دون قيام الشركة بإزالة الأسباب التي تم الوقف من أجلها تعين عرض الأمر على مجلس إدارة الهيئة لإصدار قرار بإلغاء الترخيص. كما تنص المادة ٣١ على عقوبة إدارية أخرى وهو "لمجلس إدارة الهيئة إذا قام خطر يهدد استقرار سوق رأس المال أو مصالح المساهمين في الشركة أو المتعاملين معها أن يتخذ ما يراه من التدابير الآتية:

أ) توجيه تنبيه للشركة[1].

---

(1) المقصود بالشركة كما نصت مادة ٢٧ من الباب الثالث من قانون سوق رأس المال المصري رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢ هي: الشركات التي تباشر نشاطاً أو أكثر من الأنشطة التالية:
أ) ترويج وتغطية الاكتتاب في الأوراق المالية.
ب) الاشتراك في تأسيس الشركات التي تصدر أوراقاً مالية أو في زيادة رؤوس الأموال.
ج) رأس المال المخاطر.
د) المقاصة والتسوية في معاملات الأوراق المالية.
هـ) تكوين وإدارة محافظ الأوراق المالية وصناديق الاستثمار.
و) السمسرة في الأوراق المالية.
ويجوز للوزير بعد موافقة مجلس إدارة الهيئة إضافة أنشطة أخرى تتصل بمجال الأوراق المالية.
وتم إضافة أنشطة أخرى بقرارات وزير الاقتصاد بما فيها تقديم مشورة الأوراق المالية بتاريخ ٢٠٠٧/٤/٢٦م.

ب) منع الشركة من مزاولة كل أو بعض الأنشطة المرخص لها بمزاولتها.

ج) مطالبة رئيس مجلس إدارة الشركة بدعوة المجلس إلى الانعقاد للنظر في أمر المخالفات المنسوبة إلى الشركة واتخاذ اللازم نحو إزالتها ويحضر اجتماع مجلس الإدارة في هذه الحالة ممثل أو أكثر من الهيئة.

د) تعيين عضو مراقب في مجلس إدارة الشركة وذلك للمرة التي يحددها مجلس إدارة الهيئة ويكون لهذا العضو المشاركة في مناقشات المجلس وتسجيل رأيه فيما يتخذ من القرارات.

هـ) حل مجلس الإدارة وتعيين مفوض لإدارة الشركة مؤقتاً لحين تعيين مجلس إدارة جديد بالإدارة القانونية المقررة.

و) إلزام الشركة المخالفة بزيادة التأمين المودع منها.

وهي كما نرى عقوبات إدارية في حالة مخالفة القانون تم تطبيقها.

وتنص المادة ٦٣ من ذات القانون على عقوبات جنائية عند مخالفة القانون المذكور ومنها مادة ٢٥٨ من اللائحة التي تنص على وجوب مراعاة عنصر الملاءمة عند تقديم مشورة أوراق مالية حيث تنص المادة ٦٣ من القانون على أنه "مع عدم الإخلال بأية عقوبة أشد منصوص عليها في أي قانون آخر يعاقب بالحبس لمدة لا تزيد على خمس سنوات، وبغرامة لا تقل عن خمسين ألف جنية ولا تزيد على مائة ألف جنية، أو بإحدى هاتين العقوبتين: .....

١ـ كل من باشر نشاطاً من الأنشطة الخاضعة لأحكام هذا القانون دون أن يكون مرخصاً له بذلك.

٢، ٣ـ ..... ٤ـ كل من أصدر عمداً بيانات غير صحيحة عن الأوراق المالية التي تتلقى الاكتتاب فيها جهة مرخص لها بتلقي الاكتتابات.

٥، ... ٦ــ كل من عمل على قيد سعر غير حقيقي أو عملية صورية أو حاول بطريق التدليس التأثير على أسعار السوق.

ويمكن القول بناءً على المادة السابقة أن تقديم مشورة أوراق مالية غير ملائمة لظروف العميل المعلن عنها، أو الظاهرة ولطلباته الاستثمارية تُعد تدليس وغش ومحاولة للتأثير على أسعار السوق.

وإن كنا لم نجد أي نزاع يتعلق بمدى ملائمة المشورة المقدمة في الأوراق المالية حتى الآن في القضاء المصري ولا في قرارات لجنة التحكم في سوق المال المصري (والذي كان إجبارياً فيما سبق، وأصبح اختيارياً بموجب حكم المحكمة الدستورية المصرية رقم ٥٥ لسنة ٢٣ دستورية بجلسة ٢٠٠٢/١/١٣م).

عكس الحادث في الولايات المتحدة الأمريكية نظراً لاتساع السوق ووجود التشريعات المنظمة للمشورة في الأوراق المالية، كما رأينا سواء تشريعات فيدرالية، أم قواعد خاصة بمنظمات التنظيم الذاتي (SRO) مثل المنظمة الوطنية للمتعاملين في الأوراق المالية (ناسدا)، وبورصة نيويورك (نيس)، ومثل جمعية مديري الأوراق المالية لشمال أمريكا (NASA)، والأحكام المتعددة الصادرة من محكميها، والمحكمين في الدعاوى الخاصة بالتعويضات عن إقرار عدم الملاءمة.

الفصل الرابع

مسـئولية المستشار

يلاحظ:

- أن سوق الأوراق المالية في مجموعها قد لا تتسم في أدائها بالرشد قياساً على الشروط المتعارف عليها عند التجاريين، بل ومن الثابت أن السوق غالباً ما تسلك مسلكاً مغايراً للظروف الاقتصادية والأصول العلمية.

- والمشكلة الرئيسة في هذا العقد أن العميل لا يعتبر المستشار قد قام بواجبه إلا إذا تحقق غرضه الذي يمكن بصورة كبيرة أن يخرج عن قدرات مستشار الأوراق المالية، حيث أن استشارة الأوراق المالية تنصب دائماً على شيء مستقبلي، إذ نحن بصدد عقد يقدم المستشار فيه خبراته ومعرفته من خلال استشارة يقدمها للعميل الذي يرغب في استثمار أمواله في الأوراق المالية وذلك بغرض الوصول إلى تحقيق أهداف العميل المشروعة ومنها تعظيم ربحية العميل بصورة كبيرة، ولتقدير مسئولية مستشار الأوراق المالية عن المشورة المقدمة نتناول ذلك في الآتي:

مبحث أول - طبيعة التزام مستشار الأوراق المالية.

مبحث ثاني - مسئولية المستشار عن الأضرار التي تقع على العميل.

المبحث الأول

طبيعة التزام مستشار الأوراق المالية

التزام ببذل عناية أم بتحقيق نتيجة؟

الاتجاه الراجح يذهب إلى أنه حيث لا يوجد شروط خاصة يتـضمنها عقد المشورة عامة، فإن التزام المستشار بإعطاء المشورة هو التزام بوسيلة (بذل عناية)[1].

فالمستشار يقوم بأداء ذهني يعبر فيه عن خلاصة فكرة وتخصصه في المشورة، وهو على هذا النحو لا يعد بتحقيق معجزة اقتصادية لعميلة، وإنما يتعهد بتقديم كل العناية وفقاً لأصول فن المهنة، على أنه قد يحدث أن يتفقـا على أن تؤدي هذه الاستشارة والمقترحات التي تضمنتها مشورته على تحقيق نتيجة تشبع حاجة عميله.

وبنظرة عامة إلى المهام والأعمال التي يؤديهـا مستـشار الأوراق المالية تؤدي إلى القول بأن التزامه في العقد هو التزام ببذل عناية مثل التزام المستشار في عقود المشورة عامةً ما لم يرد في العقد شرط ضمان تحقيـق الغاية، فمن المعروف أن الأصل هو ما تنص عليه في العقد.

وتطبيقاً لذلك فقد حكمت محكمة أكس في ٣٠ ديسمبر سـنة ١٩٢٩ بأنه "لا يمكن القول بوجود مسئولية إتوماتيكية على البنك الذي قدم لعملائـه

---

(1) انظر في ذلك: د/ حسين حسن البراوي، عقد تقـديم المـشورة، مرجـع سـابق، ص١٥٠. د/ مرفت عبد العال، عقد المشورة في مجال تقـديم المعلومـات، مرجـع سابق، ص٩٠.

مشورة بشراء أسهم وسندات شركة معينة ثم انخفضت أسعارها بشكل ملحوظ عقب شرائها"[١].

وكذلك محكمة استئناف باريس في ٢٠ أكتوبر سنة ١٩٣٤ في دعوى تتلخص وقائعها في أن "بنكاً قدم مشورة إلى أحد عملائه بشراء سندات صادرة من شركة معينة، قام العميل بشراء هذه السندات بناء على نصيحة البنك ولكن محكمة استئناف باريس رفضت دعوى المسئولية وقررت "أنه لا يتطلب من البنك أن يضمن للعميل مستقبل السندات التي اشتراها وأن مثل هذا الطلب يكون زائداً ومبالغاً فيه وذلك لأن العميل عند شراء السندات اتجهت نيته إلى المضاربة ويجب عليه تبعاً لذلك أن يتحمل السراء والضراء فيما يخص تلك السندات"[٢].

وبالنظر للأحكام السابقة ــ قد يكون الدافع وراء رفض القضاء الفرنسي تقرير مبدأ مسئولية مستشار الأوراق المالية ــ عن المشورة المقدمة منه للعملاء في مجال الأوراق المالية سببها هو اتجاه نية العميل للمضاربة في سوق الأوراق المالية وهي البيع والشراء السريع للحصول على ربح سريع، وبرغبته تلك يكون أبدى الرغبة في ركوب المخاطرة وتحملها للحصول على ربح سريع في وقت قصير، لذا يجب أن يتحمل الربح والخسارة فيما يخص هذه القيم، بعكس المستثمر الهادئ الرصين والراغب في الاستثمار في الأوراق المالية لمدة طويلة ويكتفي بالأرباح المستقرة والصغيرة نسبياً.

---

(1) Dalloz. 1932, P. 153.

حكم مشار إليه في رسالة د/ أحمد بركات مصطفى، مرجع سابق، ص٤١٤.

(2) La cour d'appel de paris. Du 10. Oct.1934. Gaz. Pal.2 1934, p. 845.

حكم مشار إليه في رسالة دكتور: أحمد بركات مصطفى، مرجع سابق، ص٤١٥.

المقصود بالنتيجة التي يلتزم مستشار الأوراق المالية بتحقيقها:

تعتبر أداءات مستشار الأوراق المالية أداءات غير تقليدية بالمعنى المفهوم في تقديم الاستشارات الأخرى، وعلى ذلك النتيجة التي يلتزم مستشار الأوراق المالية تنبع من طبيعة هذه الأداءات ومن ثم يمكن القول أنه يتعهد بتقديم كل العناية والخبرة المطابقة للمعطيات العلمية في تخصصه لكي يحقق من خلالها اقتراحاً يؤدي إلى نتيجة تشبع حاجات العميل.

وخاصة يمكن القول – أن مستشار الأوراق المالية الذي يعطي لعملائه مشورة أوراق مالية لا تقوم مسئوليته بطريقة مباشرة بمجرد إخفاق العميل في تحقيق النتيجة المرجوة من تعامله في السوق بناء على نصيحة مستشار الأوراق المالية، ولكن يتطلب أن يثبت العميل وقوع المستشار في خطأ فني أو تحليل علمي وأن يثبت أن المشورة المقدمة هي حقيقة سبب الخسارة التي أصابته أو سبب عدم تحقيق أهدافه المرجوة من المشورة طبقاً للمجرى العادي للأمور، وفي حالة إثبات ذلك تقوم مسئولية مستشار الأوراق المالية عن المشورة المقدمة وهي مسئولية تعاقدية طبقاً للراجح في الفقه والقضاء.

أو يثبت وجود إهمال أو رعونة عند تقديم المشورة، فإذا أراد العميل أن يثبت فشل المشورة فعلية إثبات الدليل على إهمال المستشار الذي يعد قبل القضاء الفرنسي قرينة على نقص العناية في حالة إهمال معطي المشورة في أن يوضح للعميل المخاطر التي تحيط به أو أنه لم يبذل العناية التي تجب عليه لكي يتجنب العميل هذه المخاطر[1]، ونفس الاتجاه ذهب إليه القضاء في الولايات المتحدة[2].

(1) V. Rene Suvatier – les contrats des conseils professionnel en droit prive. ***Op. Cit.*** No. 37, P. 151.

(2) See. Lewis. D. lowenfels and Alan R. Broberg. Suitability in Securities Transactions the Business lowyer. August. 1999. 54 Business Law 1557.

المبحث الثاني

صور الخطأ المسبب للمســـئولية

أولاً ـ صور خطأ مستشار الأوراق المالية:

يمكن محاولة حصر صور خطأ مستــشار الأوراق الماليــة والتــي أثيرت بشأنها دعاوى المسئولية المقامة للعميل في الصور الآتية:

١ــ عدم تقديم مشورة الأوراق المالية للعميل:

حيث يلتزم المستشار تقديم مشورة أوراق ماليــة ملاءمــة للعميــل واحتياجاته بناء على العقد المبرم، ويعتبر عدم تقديم مشورة التداول للعميــل خطأ عقدياً يتحمل مسئوليته المستشار خصوصاً إذا كــان نتيجــة لإهمــال وتقصير أو نتيجة لغش وخداع للعميل عن طريق عدم تقديم مشورة بالمرة أو عن طريق تقديم مشورة خاطئة للعميل أو تقديم مشورة للعميل ولكن في وقت غير ملائم حيث أن السوق يتغير من وقت لآخر.

والغش والاحتيال على ذلك يمكن توافره فــي استــشارات الأوراق المالية من قبل المستشار عن طريق الحقائق الكاذبة التي تتشكل دليلاً واضحاً لسوء السلوك المتعمد أو الطيش ويأكد ذلك وجود سبب باعث لدى مستــشار الأوراق المالية وفرصة من أجل ارتكاب الاحتيال، وعلى ذلك يعتبر الاحتيال حالة عقلية ترتبط مع الرغبة في التضليل وذلك لسلب مال العميل[1].

وسوء السلوك المتعمد أكثر تحديداً من السلوك الطائش الغير متعمــد حيث من الصعب تحديده، وقد عرفت محكمة الاستئناف في الولايات المتحدة

---

(1) See. Investment advisories Act 1998 (iAA) U.S. Dist. Lexis 114670. مرجع سابق

في دورتها العاشرة عرفت الطيش على أنه "سلوك بالغ البعد عن مستويات العناية العادية وذلك لتضليل البائعين والمشترين والتي تكون غير معروفة للمدعي عليه"، ولإثبات ذلك يجب أن يثبت المدعي أن المدعي عليه كان واعياً بالحقيقة والتي تعتبر جوهرية بشكل واضح وأن المدعي عليه واعياً بكل ذلك من حيث جوهرية هذه الحقيقة وإن عدم كشفها للعميل سوف يضلل المستثمرين.

وقد أقرت محكمة الاستئناف في الولايات المتحدة في دورتها العاشرة طريقة لإثبات الاحتيال وهو ما يسمى "المنطقة الوسطى" (Middle Round Approach) وذلك بعرض الباعث أو الفرصة الخاصة بالمدعي عليه من أجل ارتكاب قضية احتيال وهي إدعاءات شكلية تعطي دفعة قوية من أجل إيجاد استدلال قوي على وجود الاحتيال وإن كانت غير كافية بشكل نموذجي كاستدلال قوي على وجود الاحتيال.

٢ـ تقديم مشورة أوراق مالية غير ملاءمة:

وهو من المبادئ المهمة التي نصت عليها معظم التشريعات وهو تقديم مشورة ملائمة لظروف العميل ومتطلباته وأهدافه، وإن كان مبدأ غامضاً بعض الشيء وغير متبلور إلا بصعوبة في الفقه الأنجلو أمريكي كما أوضحنا سالفاً.

ثانياً ـ صور خطأ العميل المضرور:

ويمكن حصرها في الآتي:

١ـ **عدم دفع المقابل المادي لمستشار الأوراق المالية:** حيث أن مستشار الأوراق المالية هو الشخص المختص بتقديم مشورة للآخرين مقابل أجر وعلى ذلك تكون مهمته مدفوعة الأجر، وذلك لارتباط الأجر بدرجة

العناية المفروضة على مستشار الأوراق المالية وهي حافز لـــه لبـــذل أقصى درجات العناية حتى ولو كان سمسار أوراق مالية، وعلى ذلـــك يمثل خطأ من جانب العميل عدم دفع مقابل مـــشورة الأوراق الماليـــة للمستشار. ولمستشار التداول عدم تقديم استشارات للعميل والتوقف عن ذلك دون مسئولية عليه وغالباً ينص على هذا الشرط في عقد مـــشورة الأوراق المالية وهو ارتباط تقديم استشارات للعميل باستمراره في دفع المدفوعات المالية المتفق عليها عن كل مشورة مقدمة أو عـــن المـــدد المحددة في العقد سواء كان شهراً أو أسبوعاً أو خلاف ذلك وهـــو مـــا يسمى عقد الاشتراك للحصول على مشورة أوراق مالية وهو غالباً يتم الاتفاق عليه مع الوكالات المتخصصة.

٢ـ **عدم التعاون مع مستشار الأوراق المالية:** استشارة التداول كمـــا بينـــا تبنى على المعطيات المقدمة من العميل، كمـــا أن العميـــل هـــو أدرى بأهدافه الاستثمارية ــ وعلى ذلك تكون هناك استحالة أن تقدم مـــشورة الأوراق المالية من قبل مستشار الأوراق المالية بدون وجود تعاون من العميل وتعاون كامل منه ــ وهذا التعـــاون شـــديد الارتبـــاط بـــالقول بمسئولية مستشار الأوراق المالية كما وضحنا، وغالباً ما ينص على هذا الالتزام صراحة في عقد تقديم مشورة الأوراق المالية وإن كان شـــرطاً بديهياً ولا حاجة للنص عليه، ولمستشار الأوراق الماليـــة عـــدم تقـــديم مشورة للعميل عند عدم تعاون العميل معه فهو مثل الطبيب الذي يعالج المريض فلا يمكن له تشخيص مرضه ووصف الاستشارة الطبية له إلا بعد الاستماع للمريض.

الباب الثاني

التزامات العميل

ويحتوي على فصلين

تمهيد

الفصل الأول ـ الالتزام بدفع المقابل أو الالتزام بدفع الأجر

الفصل الثاني ـ الالتزام الخاص الملقي على عاتق العميل المعبر عنه فقهياً بالالتزام بالتعاون

الباب الثاني

التزامات العميل

في عصر توافر المعلومات، أصبحت الاستشارة عملاً اقتصاديًا ومصدرًا للدخل(١)، مقابلاً لمال معنوي قابل للتقدير المالي حيث يعبر هذا الأداء عن خلاصة الذكاء الإنساني(٢). ومن ثم فالحديث عن هذا العقد (عقد

---

(1) لا يوجد تنظيم خاص لهذا العقد بالرغم من صدور قرار وزير الاستثمار رقم ١٠١ لسنة ٢٠٠٧م، والذي أقر إضافة الاستثمارات المالية للأوراق المالية لأنشطة الشركات العاملة في مجال الأوراق المالية المنصوص عليها في المادة ٢٧ من قانون رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢م ويأتي هذا القرار علاجًا لظاهرة انتشار الجهات والأشخاص الذين يقومون بأعمال الاستشارات المالية في سوق المال مع أن غالبيتهم لا يتمتعون بالخبرة المناسبة لإبداء هذه الاستثمارات مما قد يترتب عليه آثار سلبية على السوق والمتعاملين فيها، وطبقًا للقرار الجديد فإن الحد الأدنى لرأسمال الشركات التي يرخص لها بمباشرة هذا النشاط مائتان وخمسون ألف جنيه مدفوعا بالكامل وسيؤدي تنظيم هذا النشاط إلى تفعيل الآليات الجديدة للتداول وتطوير كفاءة وتنافسية في سوق المال في مصر. كما يساعد على انتشار قاعدة بيانات تضم المستشارين الماليين المستقلين المعتبرين بالهيئة حتى تتمكن الشركات الأخرى العاملة في سوق رأس المال من الاستعانة بمن تريد منهم وقت الحاجة، وهو بذلك ضمنيا يقصر نشاط استثمارات التداول على شركات السمسرة الكبرى، جريدة المصري اليوم ـ الخميس ٢٠٠٧/٤/٢٦م، السنة الثالثة، العدد ١٠٤٧، صفحة الاقتصاد ص٦.

(2)Devenu une activité economomique moderne a cause de la specificité accure et des methods de production le service de conseil est une source preponderante de relene et de rensis de l'homme contemporain c'est un bien de production obstyrait, l'un de ceux qui reclament le plus la qualification de bien in corporel puis qu'il decoul de la seul utiliesation de intelligence hummaune…". V. Milaon "Atualité des contrats de conseil" ermtiere l'ingeneire et travux publies d'architure" trim. De. Dr. Civ. 1976 No. 38, P. 25.

الاستشارة) يعني أن المقابل عنصر أساسي، إذ أننا لسنا بصدد عقد خدمة مجانية (Du contrat d'assistance benevle)[1].

بجانب الالتزام السابق: فإن العميل المتداول (طالب المشورة) عليه التزام يتمثل في ضرورة التعاون مع مستشار التداول فلا يستطيع العميل في عقد تقديم المشورة عامة وفي عقدنا محل الدراسة خاصة، أن يقف مكتوف اليدين غير مكترث ولا مبال بما يقوم به الاستشاري[٢]. ذلك لأن استشاري التداول لا يستطيع أن يقدم مشورة تداول للعميل مبنية على دراسة وتحليل لظروف السوق والعميل إلا بتعاون جاد ومثمر بينه وبين العميل.

وعلى هذا فإننا سوف نقسم هذا الباب إلى فصلين:

الفصل الأول- الالتزام بدفع المقابل.

الفصل الثاني- الالتزام بالتعاون.

---

(1)V. cass. Civ. 20: 3, 1972, Bull. Civ. III No. 405, P. 295.

انظر: أحمد محمود سعد: "نحو إرساء نظام قانوني لعقد المشورة المعلوماتية" دار النهضة العربية، ١٩٩٤م ، مرجع سابق، ص١٩٥.

(2)Marie-France Mialon, Contribution a l'etude juridique d'un contrat de conseil. Rev ter droit. Civ. 1973, No. 19, p. 15.

الفصل الأول

التزام العميل دفع المقابل للمستشار

يعتبر الالتزام بأداء المدفوعات المالية لمستشار التداول نظير استشاراته المقدمة للعميل من أهم الالتزامات التي يلقيها عقد تقديم مشورة التداول على عاتق العميل. حيث أن هذا العقد شأنه شأن العقود التقليدية الملزمة للجانبين فيما يتعلق بوجوب أن يتلقى المستشار ثمنا لاستشارته.

وقد عرف أيضاً قانون مستشاري الاستثمار في الأوراق المالية في الولايات المتحدة الأمريكية مستشار الاستثمار والتداول بأنه: "الشخص الذي يختص بإرشاد الآخرين وتكون المهمة مدفوعة الأجر"[١]. ويشترط هذا القانون أيضًا ضمن إجراءات تسجيل مستشاري الاستثمار والتداول في الأوراق المالية أنه على أي شخص يريد أن يصبح مستشار استثمار في الأوراق المالية التقدم للجنة وتسجيل طلب يقدم فيه استمارة ويقوم بملئها وهذه الاستمارة يوجد بها عنصر أساسي وهو أن يحدد المستشار الأسس أو الأساس التي يكافأ (يعوض) عن طريقها المستشار وذلك ضمان للصالح العام والمستثمرين[٢].

ويشير الحديث عن الأتعاب كيفية تحديد ذلك إذا كان الأصل أن هذا التحديد يتم بواسطة إرادة طرفي العقد[٣]. فإن الطبيعة الخاصة لهذا العقد التي ينفرد فيها المستشار بالمعرفة قد تؤدي إلى انفراد هذا لأخير بتقدير أتعابه

---

(1) Sec. 8ob-2, Definitions – sub Chapter II Investment Advisors.
(2) Sec. 80b-3 Registration of Investment of Advisors.
(3) انظر: د/ أنور سلطان وجلال العدوي: "الوجيز في العقود المسماة البيع" فقرة ١١٢ ص٨٥، وفقرة ١١٧ ص٨٦، طبعة منشأة المصارف سنة ١٩٦٣م.

تقديرًا مبالغا فيه يعكس أحد مظاهر عدم التوازن العقدي، فما مدى صحة انفراد مستشار التداول بهذا التقدير؟.

كيفية تقدير أتعاب مستشار التداول (أسس التقدير):

في هذا الصدد يقوم أطراف العقد شأنه شأن أي عقد آخر، بتحديد هذا العنصر تحديدا نافيًا للجهالة بعد مفاوضات تنتهي عادة بالثمن الذي قبله العميل إذا ما روعي فيه الثمن المعقول طبقا لما هو متبع بصدد القواعد المهنية في هذا الشأن.

وحرية النقاش هذه في قيمة الأجر نصت عليها بعض اللوائح والقوانين الخاصة لمستشاري الاستثمار وتداول الأوراق المالية في الولايات المتحدة الأمريكية[1]. ومن ثم فلا يخضع هذا التقدير للأداء الذهني للمستشار إلا للحرية التعاقدية تطبيقًا لمبدأ الحرية التعاقدية، حيث أن هذه الاداءات غير قابلة للتحديد من قبل جهة أخرى، ولهذا فإذا كان هناك قواعد أخرى تقيد السعر لهذا الأداء، فإنها لا تعدو أن تكون مجرد قواعد إرشادية ليس لها صفة الإلزام[2]. وهذه الهيئات مثل جمعية الأوراق المالية المشهرة في مصر أو جمعيات الاستثمارات التي تضم الاستشاريين وتنظم عملهم أو مجلس الأوراق المالية في الولايات المتحدة.

ومع افتراض الرضا الكامل بالتحديد (للمقابل) من قبل طرفيه فما هي الأسس التي تتبع بشأن هذا التقدير؟.

لا يجوز أن يقدر أجر مستشار التداول على أساس مشاركته في رأس المال المكتسب (الربح) أو عن طريق تقدير أرصدة العميل المتداولة، وذلك

---

(1) Sec. 8ob. 3 Investment Advisors Act 1940.
http://www.law.cornell.eduluscode/15/eh2dsehII.html.

(2) V. Miloan. Op. Ut., Vo. 26, 26, p. 18.

في الولايات المتحدة فلا يجوز أن يحصل مستشار الاستثمار في الأوراق المالية على أجره كجزء من أرباح العميل أو يشارك العميل في جزء من أرصدته المتداولة مقابل تقديمه استشارة تداول للعميل[1]. كما نص المشرع الأمريكي.

ولا يمنع المشرع من أنه يمكن تقدير أجرمستشار التداول على أساس القيمة الكلية لمعدل رأس المال في فترة محددة، وفي تاريخ محدد وهذا الأجر أو الربح مأخوذ كتعويض عن تلك الفترة المحددة[2].كماأن عقود الاستشارات للاستثمار التي تبرم مع شخص ليس من مواطني الولايات المتحدة الأمريكية لا ينطبق عليها هذا الأمر[3]. وكذلك عقود الاستشارات التي تعقد مع شركات تطوير وتنمية الأعمال على أن لا يتعدى المقابل ٢٠% من رأس المال المكتسب من أموال شركة تنمية الأعمال عن فترة محددة أو تاريخ محدد أو صافي حساب مجموع رأس المال المحقق الذي فقد وهبوط رأس المال غير المحقق[4].والحكمة من ذلك تحفيز مستشار الاستثمار والتداول على بذل الجهد. وينبغي ألا ينطبق هذا على عقد استشاري يخص شركة استثمارية مع شركة أخرى مستثناه من التعريف الذي وضع لشركات الاستثمار.

مع العلم أن النقطة التي يبدأ فيها الزيادة والنقصان في التعويض يجب أن تكون هي الأرباح التي دفعت أو اكتسبت عندما كان الأداء الاستثماري لتلك الشركة أو رأس المال معادلا للمؤشر الخاص بالربح أو أي مقياس آخر للأداء. ويجب أن يكون أسعار السندات التي تم طرحها مناسبة ما لم تقر اللجنة بشيء آخر مخالف لذلك[5].

---

(1) Sec. 80b-5 Investment Advisors Contrats No. (A) – (1) (us code collection).
(2) Sec. 8ob-5. No. (B) (1).
(3) Sec. 8ob-5. Investment Advisors Contrats. No. B (5).
(4) Sec. 8ob-5. No. B (3).
(5) Sec. 8ob-5. No. B (5).

ويتم أداء المدفوعات المالية (المقابل) بطرق مختلفة حسب الاتفـاق المبرم بين العميل ومستشار التداول كأن تسلم باليد أو كجزء مـن الأربـاح المتوقعة أو بأي طريق آخر حسب نوع العملية المقدم بشأنها مشورة التداول، فنكون هنا بصدد التزام يتحقق نتيجة بذل عناية من مستشار التداول وتترتب مسئوليته في حالة عدم تنفيذه للالتزام الحاصل على مقابل مالي بشأنه.

والجدير بالذكر أن الالتزام بدفع المقابل لمشورة التداول في هذا العقد هو الالتزام بدفع مبلغ من النقود وبالتالي يلتزم العميل بأدائـه بقـدر العـدد المحدد أو القابل للتحديد بمقتضى العقد دون أن يكون هناك أثر لارتفـاع أو انخفاض قيمة هذه النقود وقت الوفاء لظروف التداول والتي تؤثر على جميع مناحي النشاط الاقتصادي وهذا هو ما يعرف بمبدأ الاسمية النقدية[١].

الدولارات الناعمة Soft Dollars:

وهو لفظ يطلق على المقابل (الأجر) لاستشارات التداول التي تقدمها شركات السمسرة ذات الخدمات المتكاملة في الولايات المتحدة بنـاء علـى حساب خاص يسمى(Advisory account)كما سبق بيانه ويسمى في فرنسا الحساب المساعد (Compete Assistee) وهو اتفاق التزم بمقتضاه الوسيط المالي الذي يدير حسابات العميل بتقديم المشورة له لاسـيما تلـك المقترنـة بالدراسات والتحليلات واختيار من يتوجه إليه العميل وذلك نظير اشـتراك شهري شامل في الغالب يتراوح ما بين ٢٠٠ و ٥٠٠ فرنك (حـسب العملـة القديمة)[٢].

(1) انظر: مادة ١٣٤ من التقنين المدني المصري.

(2) V. Essombe Moussio (Jan-Jaques) regestion de Portfeuille. مرجع سابق

انظر: د/ محمود مصطفى حسن محمد: "النظام القـانوني لعقـد إدارة الأوراق الماليـة"، مرجع سابق ص٦.

ويجب على سمسار الخدمة المتكاملة أو الوسيط المالي في فرنسا في حالة عدم وجود اشتراك شهري أن يلتزم أن يبين للعملاء قيمة ومقابل هـذه الاستشارات الخاصة بالتداول والتي يقوم بإضافتها للعمولة (حيث تعد اتفاقـاً منفصل عن السمسرة) وذلك سواء قام السمسار أو الوسيط المـالي بـإجراء البحوث بنفسه ومن ثم إعطاء النصيحة أو اسـتعان ببيـوت الاستـشارات الاستثمارية. لذلك يفرض مجلس البورصات (SEC) في الولايات المتحـدة الرقابة والإشراف على ذلك وتصل تكاليف البحوث والدراسات التـي يقـوم سماسرة الأوراق المالية بشرائها المليون دولار سنويا كتقدير أدنى أو تزيـد لتقديم المشورة للعملاء بناء عليها.

كما ألزم قانون الغش في الأوراق الماليـة الـصادر سـنة ١٩٨٨م وقانون البورصة الأمريكي الصادر عام ١٩٣٤م المستشارين خاصـة مـن السماسرة والوسطاء الماليون بكشف ما حصلوا عليه من أرباح ناجمة عـن صفقات لعملائهم مع التزامهم بعدم خداعهم وتوقيع جزاء الغرامة في حالـة المخالفة والمقصود بالأرباح هنا بالنسبة للاستشاريين هـو المقابـل المـالي لاستشاراتهم.

والمشرع في مصر كذلك نص في المـادة (٢٥٦/٥) مـن اللائحـة التنفيذية لقانون سوق رأس المال على أن: "تلتزم الـشركة بتحريـر اتفـاق حساب مع كل عملائها... على أن تتضمن ما يأتي: ...... (٥) تحديد عمولة الشركة عن الخدمات التي تؤديها ومنها تقديم المشورة الخاصة بالتداول.

تحديد الأجر بواسطة القاضي:

تكلمنا فيما سبق عن الأجر وكيفية دفعه لمستشار التداول في الأوراق المالية لكن لو أغفل أطراف العقد تحديده أو بيان أسس تعيينه ولا يوجد مـا يفيد ذلك طبقا للأعراف السائدة، فهل يمكن القول أن هذا ونحن بصدد عقـد

من عقود المفاوضات أن هذا العقد قد انعقد على الرغم من غياب هذا العنصر الأساسي أو غياب أسس تقديره في المستقبل؟، وهل يجوز للقاضي تكملة إرادة الطرفين؟ كما هل يجوز له تخفيض الأتعاب المتفق عليها لو كان مغالى فيها؟.

أما في حالة إغفال أطراف العقد تحديد المقابل أو بيان أسس تعيينه فلا يكون المقابل انمادي في هذا العرض معيناً أو قابلاً للتعيين فلا يعتبر العقد مع ذلك باطلاً حيث قضى بصحة العقود التي تتعلق بأنشطة إنسانية وتتضمن الالتزام بعمل رغم عدم تحديد المقابل المالي أو أسس تعيينه(١). مثل عقود المقاولة والوكالة بالعمولة، فلا يمكن تحديد مقدار هذا المقابل مسبقا على خلاف الأشياء، كما في عقد البيع(٢).

فالعدالة العقدية بين المتعاقدين تستلزم ألا نقضي بالبطلان على تصرف أو اتفاق لم يحدد فيه الأجر مسبقا، متى كان من الممكن أن يتم تحديد هذا الأجر بعد انعقاد العقد وتراضي الطرفين فالمنطق والعدالة يقضيان بعدم القول بالبطلان لمجرد عدم تحديد الأجر مسبقا أثناء انعقاد العقد.

أما بالنسبة لجواز تكملة القاضي لإرادة طرفي العقد فيما يتعلق بالأجر وجواز قيامه بتخفيض الأتعاب المتفق عليها لو كان مغالى فيها.

فقد حكم في فرنسا أن القاضي له أن يقدر تقديرا نهائيًا (بلا تعقيب) الأتعاب المشترطة في اتفاقية دخول البورصة لصالح شركة المشورة ويمكن

---

(1) وقد قضى بذلك في حكم محكمة النقض الفرنسية، انظر:

- V.Cass. Civ., 18 Janv. 1977, Bull. Civ.1977, 1,1977, I, No. 25, p. 21.

(2) V. Cass. Com. 9 Nov. 1987, D. 1989, II, P. 35, Vote Ph. Malsonire.

وقد ذهبت محكمة النقض الفرنسية في حكم آخر حديث إلى ذلك:

- V. Gass. Com. 29, Jan. 1991, J.C.P. Ed. G. 1991, II, No. 21751, Obs.

أن يخفضها إذا كان مغالى فيها بالقياس للخدمة المقدمة حتى لو كانت متفقًا عليها بصفة جزافية(١).

وفي حكم لمحكمة استئناف باريس بتاريخ ٢٧ فبراير ٢٠٠١م مارست محكمة استئناف باريس مراقبة على المكافآت المستحقة لشركة المشورة بعد وقف إجراء الدخول للبورصة، وقد استخلص القضاء أن شركة المشورة لم تقصر في واجبها من حيث الأمان والنصيحة وقد قام القضاة في هذه القضية بتقييم العمل المقدم (المنجز) بالنسبة للأتعاب المطلوبة(٢).

وفي قضية نورمان وآخرين ضد ماكس وآخرين المنظورة أمام محكمة مقاطعة شمال كاليفورنيا حيث ادعى في هذه القضية المذكورة لورانس نورمان وزوجته اليزابيث نورمان كمستثمرين في صندوق سندات التأمين ضد الصندوق الذي به حوالي (١٧٥,٠٠٠) مستثمر ومديرية وموظفين وأمين الصندوق وبنك الباسفيك الوطني ومديره وشركات سندات التأمين التي يشار إليها (ISI) نيابة عن الصندوق وتمثيليًا عن المستثمرين الآخرين.

ويدعى المدعون في هذه القضية أن المدعى عليهم مخالفين للقانون وكلفوا الصندوق بشكل غير ملائم عمولات سمسرة بلغ مقدارها ٣ مليون و٧٧٢ ألف دولار خلال السنة المنتهية في ٣٠ يونيو والثلاث أعوام السابقة،

---

(1) CA Paris, 3'Ch., Sect. C, 27 Fedr, 2001, SA Continental Group C/SA RDDHG Industrie. Juris-Data, No. 13067, Bull, Joly bourse – Juill – Aout 2001, P. 371. Note I. Ruet: T. Com. Paris. 3'ech., 17 Janv. 2001, Ste Probge C. Europe Finance Industire, Juris-Data No. 34789, Banque et Droit, Juill. Aout 2001, P. 41, Note H. Devauplane et J. J. Daigre) V. Charles Goyet et Nicolas RONTCHEVSKY et Michel Storck "Droit des Marches Financiers) (Jurisprudence) Op. Cit. p. 343.

(2)V. Cnarles Goyet et Nicolas Rowtchevsky et Michel Storck. Op. Cit. p. 344.

وكلفوا الصندوق أيضًا بشكل غير ملائم عمولات (أتعاب) استشارية بمقدار مليون و٣٦٩ ألف و٢٨٢ دولار خلال السنتين السابق ذكرهما ويطالب المدعون بإعادة هذه الأموال للصندوق زائد المصاريف وأتعاب الدعوى مع تقديم تفسير.

واتفق الطرفان على التسوية وحين ذلك ظهرت مجموعة من الفئة الممثلة لتعارض الموافقة على التسوية والذين كان من بينهم (الما مايرز وميرتل جي كروميل) كمنفذين لوصية الراحلة بومبروج والتي كانت عضواً في الفئة الممثلة حتى وفاتها، وحين ذلك قدمت القضية لجلسات استماع بانتظام في الثالث من أبريل ثم عقدت جلسات استماع أخرى في الثلاثين من أبريل والرابع والعشرين من مايو.

خلال جلسات الاستماع تم تلقي (استقبال) الإقرارات الكتابية تحت القسم التي قدمها أطراف القضية وتم الاستماع لبعض الشهادات الشفهية والمناقشات (الحجج) علاوة على ذلك طلبت المحكمة في تحرك مرحب به من مفوضية السندات والبورصة المثول أمامها As amicus curiae[1]. ومثلت المفوضية بالفعل أمام المحكمة ممثلة في مستشارها العام والمساعد.

---

(1) ترجمتها الحرفية "صديق المحكمة (Amicus curiae) مصطلح من القانون الروماني وهو شخص له صفة المشاورة يشهد الجلسة ويتدخل أثناء سير القضية ليوضح ما قد يلتبس على القاضي من المسائل القانونية ويطلق ذات الاسم أيضًا على من لا يكون له حق التدخل كخصم في الدعوى عند بدئها ثم يؤذن له أثناء سيرها بأن يتقدم إلى المحكمة برأي أو حجة أو بينة من شأنها أن تصون حقًا.

انظر:

- FARuqi's Law Dictionary Meanings and Definitions of Termns of English and American JurisPrudence Librairie Duliban Publishers. P. 40.

وقدمت القضية لإصدار الحكم في يونيـو ١٩٦٠م وحينهـا منحـت المحكمة كل أطراف القضية الفرصة للرد على المذكرات بالجـدل الـشفهي والمذكرات المكتوبة واتفقت المحكمة مع المدعين والمدعى عليهم أثناء جدلهم بأن المحكمة لا ينبغي أن ترفض بلا ترو تسوية النزاع كما أنه ملاحـظ أن التسوية لا تؤثر فقط على الأطراف الممثلين في القضية وإنما على أطـراف أخرى غير ممثلة فإن القانون يضع المحكمة بمثابة طرف ثالث للتـسوية أو كوصي عن الأطراف الغائبة والصندوق ككل، وغياب أو سكون المستثمرين لا يعفي القاضي من واجبه بل في الواقع يضيف إلى مسئولياته ويقع العبء على مؤيدي التسوية إثبات أن التسوية عادلة لتخفـيض أتعـاب استـشارات التداول منطقية أيضًا آخذين في الاعتبار النتائج المحتملة للمقاضاة مقارنـة بالمقابل (بما) سيتم الحصول عليه لعدم الاستمرار فيها.

وبالرغم من أن التسوية عمومًا للقضية يجب تشجيعها والحكم العملي (Practical Rudiment) للأطراف المذكورة والذي أوصى بـه مستـشار تداول مشهود له بالكفاءة وسيكون لهذه المساواة ثقل كبير.

ولكن يجب التنبيه على أن المحكمة لا ينبغي أن توافق على تـسوية تبدو في ظاهرها غير كافية وبالتالي غير عادلة للصندوق أو الفئة الممثلـة بحيث لا تستحق الموافقة القانونية ويجب أخذ هذا في الاعتبار عند فحـص الجوانب المختلفة للتسوية المقترحة(١).

---

(1) 290 F. Supp. 29, 1968 U.S. Dist. Lexis 12069; Fed. Sec. L. Rep (CCH) P. 92, 244 Norman, et al., V. McKee, et al., No. 45079 United States District Court for the Northern District of California 29 F Supp. 29; 1968 U.S. Dist. Lexis. July 31, 1968. http://www.Nexis.com/reserch/Search/Sumit.View/Tagged.

الفصل الثاني

الالتزام بالتعـــــاون

فإذا كان دور مستشار تداول الأوراق المالية ذو طابع ذهني يعكس عنصر الإبداع والخبرة عنده إلا أن هذا الأداء يأتي في مرحلة تالية، إذ أنه يتضمن المرور التقليدي من العلم إلى الحس الاستثماري من خلال المعطيات المقدمة بواسطة العميل والتي يجب عليه أن يقوم بتقديمها حيث تقوم عليها الحكمة من مشورة التداول، فالعميل له دور فعال حيث أنه الأدرى باحتياجاته الاستثمارية فلا يستطيع استشاري التداول أن يحل محل عميله في اختيار أهدافه الاستثمارية من عملية التداول.

مضمون استشارة التداول:

إذا كانت أهداف العميل الاستثمارية تدور في نطاق تعظيم الربحية كما أنه لا يحل مستشار التداول محل عميله في تنفيذ مشورة التداول إلا بناء على اتفاق وفي حالة كونه سمسار معرفة متكاملة أو أمين استثمار، وإذا كنا نرغب أن نقف على دوره من خلال اقتناعه بهذه المشورة كأمر البيع أو الشراء أو الطرح للأوراق المالية لأول مرة وهو ما يعبر عنه بالاستثمار في الأوراق المالية، فإن هذه المشورة الخاصة بالتداول والاستثمار في الأوراق المالية لن تحقق الهدف المرجو منها إلا إذا كانت مطابقة للواقع المطروح في السوق وهذا يعود بنا إلى ضرورة التدخل الإيجابي من العميل حيث أن الأمر لا يعدو أكثر من تقديم مشورة تداول لتحقيق أهداف العميل الاستثمارية والمقدمة من مستشار التداول والذي يقوم هذا الأخير بتحليلها ودراستها بناء على ظروف السوق للحصول على مشورة تداول تقرب من الهدف المنشود في عقد مشورة التداول.

ولتحقق عملاً من خلال المساهمة الإيجابية من العميل والتي يكـون بيده الأخذ بها أو تركها في النهاية.

وبالوقوف على مضمون هذا الحضور الفعال للعميل والـذي أطلقنـا عليه بواجب التعاون فإن ذلك من الأهمية بمكان، حيث أن هذا التعاون شديد الارتباط بالقول بمسئولية مستشار التداول، أو بالتحقق منها أو إعفائه كلية من كل مسئولية عندما لا يمكن نسبة أي خطأ له من خـلال طمـس الحقـائق بواسطة العميل أو عدم تعاونه معه تعاونًا يفسح المجال لأعمالـه المهنيـة. وذلك إذا كنا نطالب مستشار التداول باعتباره يملك المعرفة الفنية بوجـوب الحيطة المهنية، وتشديد المسئولية في مواجهته فإن ذلك التشديد رهن الكشف عن أخطائه المهنية التي تعد خروجاً على أصول مهنته، ومن ثم إذا لم يثبت شيء من ذلك نتيجة تقاعس العميل وعدم تعاونه مع المستشار سـواء قبـل تقديم مشورة التداول أو أثناء التنفيذ بواسطة العميل أو بواسـطة مستـشار التداول نفسه فإن المستشار هنا يكون جديرًا أيضًا بوجوب حمايته[1].

فمستشار التداول وحده لا يستطيع أن يضمن تحقيق أهداف العميـل الاستثمارية بدون تعاون من العميل خلال تقديمـه معلومـات كافيـة عـن استثماراته وطموحاته المستقبلية وكشف إمكانياته المادية والاقتـصادية فـي ضوء متطلبات السوق الحاضرة والمستقبلية.

وحتى يقف العميل على الوفاء بالتزامه هذا، فإن له الحرية الكاملة في إضافة ما يريده من أهداف استثمارية أو معلومات متعلقة بـه أو بظـروف محفظته أو شركته، أو تصحيح ما سبق تقديمه أو توضيح ما غمض منهـا،

---

(1) - V. Del'allegement d'obligation de rensignements ou de conseil, Dalloz., 1987, Chron. 101.
- V. Aussi., Hubert (A): Le Contrat d, Ingenierie Conseil, Masson, 1980, p. 62. etc.
- V.M. Vivant Dallsz., Precite, Ed. 1994, No. 14, P. 121, ets.
راجع: د/ أحمد محمود سعد، مرجع سابق ص٢٧٤.

وبعبارة أخرى فإن تحقيق طموحات العميل الاستثمارية من خلال بيع أو شراء أو طرح لأول مرة للأوراق المالية يستلزم حواراً دائماً ومستمراً بين مستشار التداول والعميل.

ويمكن أن تتضمن نماذج عقود تقديم مشورة التداول هذا الالتزام صراحة وتتضمن وجوب تحقيق هذا الالتزام إلا أن صياغة هذا الشرط لا تعني أن مصدر التزام العميل بالتعاون مصدره هذا الشرط الصريح وإنما لا يعدو أن يكون تأكيدًا له.

ويعد هذا الالتزام التزاماً بتحقيق عناية ومن ثم مستشار التداول لا يكون مسئولا عن فشل مشورته الخاصة بالتداول إذا كان العميل لم يتعاون معه بإيجابية نحو الحصول على مشورة تداول مناسبة والذي يتحقق من خلالها الهدف المنشود للعميل من جراء قيامه بالبيع والشراء والطرح لأول مرة للأوراق المالية.

تنفيذ مشورة التداول:

وهو مظهر من مظاهر تعاون العميل مع مستشار التداول وهو احترامه لمشورة التداول وتطبيقها كما هي، فالحديث عن النتائج الاقتصادية والمالية المرجوة من تنفيذ مشورة التداول أو الاقتراب من تحقيقها يوجب على العميل إتباع مشورة التداول، وأن يقوم بالاتصال بمستشار التداول عند حدوث أي طارئ لموافاته بالحلول، وهذا يعد تطبيقاً لاستمرارية التعاون بين طرفي العقد في حالة التنفيذ

وجوب عدم استخدام مشورة التداول استخداماً خاطئاً:

فالعميل يحصل على خلاصة فكر وخبرة مستشار التداول ومحلليه الماليين والاقتصاديين والسياسيين، بل والاجتماعيين بصدد ما يجب إتباعه في عملية البيع والشراء والإصدار للأوراق المالية وبما يتضمن من مشورة

علمية لما يجب إتباعه ، ولما كانت هذه الاستشارة تقوم بمال حيث أنها خلاصة دراسة علمية وتحليل وخبرة وتخصص فريد قدمها مستشار التداول لعميله لاستخدامها في الشراء أو البيع أو الطرح لأول مرة للأوراق المالية، ومن ثم فلا يجوز للعميل استخدامها استخداماً خاطئاً فيما يضر السوق والآخرين، وفي غير ما خصصت له، ولا مع الغير دون إذن مسبق من صاحب هذه الاستشارة الخاصة بالأوراق المالية.

ويثير هذا مسألة حقوق العميل على محتويات مشورة التداول وهل له نقلها للآخرين، أم يقتصر استعمالها على العميل فقط، وفي ضوء الغرض الذي حدده العميل في عقده فقط ؟

الحقيقة أن الأصل لا يعدو حق العميل على مشورة التداول من كونه حق استعمال فقط، ولذا لا يجوز له نقلها للآخرين أو استعمالها في غير الغرض المخصصة له.

ولكن لكون سوق الأوراق المالية تتغير من وقت لآخر وبشدة، بل من مسألة إلى أخرى، كما أن ظروف العملاء لا تتشابه، لذا فإن هذا الأمر لا يثير قلق مستشاري التداول لخطورته البسيطة على ابتكاراتهم، وما ذلك إلا اقتناع بالفكرة السائدة من أن حيازة المعرفة الفنية هي مجرد سلطة مادية على أشياء غير مادية، إلا أنه من المتعذر أن تتحول هذه الحيازة إلى ملكية بسبب الطابع الاستثنائي للملكية في الأشياء غير المادية[1].

وفي أسواق الأوراق المالية المختلفة لا مانع أن يقوم مستشار الأوراق المالية من الحصول على التحليلات المالية والاقتصادية وغيرها من الآخرين، وبناء استشارته المهنية عليها أو حتى الحصول على مشورة تداول جاهزة من متخصصين آخرين وتقديمها للعملاء باسمه، مع ملاحظة ما تنص

---

(1) للمزيد : راجع د/ حسام محمد عيسى ، "نقل التكنولوجيا: دراسة في الآليات القانونية للتبعية الدولية"، دار المستقبل العربي، بدون سنة نشر، ص ١٤٤.

عليه بعض القوانين بأنه يجب أن تتضمن إعلانات طـــرح أو بيــع الأوراق المالية، والتقارير والأبحاث التي تنشر عن الأوراق الماليــة أو موقفهــا أو الشركات المصدرة لها اسم الجهة التي عدت الإعلان أو البحث وتاريخ نشره لأول مرة ، وفي حالة تكرار النشر بالإضافة إلى البيانات المالية الرئيسية من الشركات مصدرة الأوراق المالية أو التي يتعلق الإعلان بها، وذلــك وفقــاً للقواعد المنظمة للسوق(١).

---

(1) انظر القانون رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢م، الصادر بشأن سوق المال المــصري، مرجــع سابق.

القسم الثالث

انقضاء العقد وتكييفه القانوني

ويحتوي على بابين

تمهيد

الباب الأول ـ انقضـــــــاء العقـــد

الباب الثاني ـ التكييف القانوني للعقد

القسم الثالث

انقضاء العقد وتكييفه القانوني

تمهيد:

ينتهي عقد تقديم مشورة الأوراق المالية بالأسباب التي تنتهي بها العقود عموماً، فهو ينقضي بطبيعة الحال إذا ما قام طرفاه بتنفيذ التزاماتهما بأن يقوم مستشار الأوراق المالية بإتمام العمل وتقديم مشورة أوراق مالية للعميل، وقيام العميل بدفع الأجر له، كذلك قد ينتهي العقد دون تنفيذ، كما لو اتفق طرفاه على إنهائه ويسمى التقايل من العقد، أو إذا أخل أحدهما بالتزاماته فتمسك الطرف الآخر بفسخ العقد، كما ينقضي عقد تقديم مشورة الأوراق المالية باستحالة تنفيذ الاستشارة وهي العمل المعقود عليه.

ونظراً لأن عقد تقديم المشورة عامة وعقد تقديم مشورة الأوراق المالية خاصة يعد من صنع رجال المال، ولم يولد من رحم السلطة التشريعية في الأصل، ولم يتصدر رجال القانون لبيان طبيعته وتكييفه القانوني إلا حديثاً، ومحاولة تأصيله ورده إلى أحد طوائف العقود أو الصيغ القانونية المعروفة لديهم.

لذا وجب عرض المحاولات الفقهية للوصول إلى التكييف الملائم لهذا النوع من العقود الذي يعد فرعاً من عقود المشورة. لذا سيتم تقسيم هذا قسم إلى بابين:

الباب الأول ـ انقضاء عقد تقديم مشورة تداول الأوراق المالية.

الباب الثاني ـ التكييف القانوني لعقد تقديم مشورة تداول الأوراق المالية.

الباب الأول

انقضاء عقد استشارة تداول الأوراق المالية

ويحتوي على فصلين

تمهيد

الفصل الأول ـ الإخلال بالالتزامات العقـــــدية

الفصل الثاني ـ انقضاء العقد في غير حالات الخطأ

الباب الأول

انقضاء عقد استشارة تداول الأوراق المالية

تمهيد:

حدد قانون مستشاري الاستثمار (iAA) في الولايات المتحدة عـدداً من الحالات التي قدروا أثرها على استمرار العقد معتبرين توافر أيـاً منهـا سبب لمنح أطراف العقد أحدهما أو كلاهما الحق في التحلل مـن الرابطـة العقدية.

ويتبين من استقراء القانون أن الأسباب التي تؤدي إلى انقضاء عقـد تقديم مشورة التداول يمكن أن يكون على نوعين:

- أسباب ينقضي بها العقد لخطأ من جانب أحد طرفيه.
- أسباب ينقضي بها العقد دون خطأ من جانب المتعاقدين.

وعلى هذا نقسم هذا الباب إلى فصلين:

الفصل الأول: الإخلال بالالتزامات العقدية

الفصل الثاني: انقضاء العقد في غير حالات الخطأ.

الفصل الأول
الإخلال بالالتزامات العقدية

الإخلال بالتزامات:

طبقاً للقواعد العامة في القانون المدني، فإن الفسخ هو الجزاء المترتب على إخلال أحد المتعاقدين لتنفيذ التزامه بالنسبة للعقود الملزمة للجانبين[١]، وأن الفسخ يترتب عليه إعادة المتعاقدين إلى حالتهما قبل إبرام العقد وهذا ما يعرف بالأثر الرجعي للفسخ[٢].

ويأتي على رأس قائمة الأخطاء والتي يمكن أن تؤدي للفسخ في العقد محل البحث هي امتناع أحد الأطراف عن تنفيذ ما التزم به، وخصوصاً مستشار التداول والذي يمكن تنفيذ القواعد العامة بشأنه.

وقد يتخذ هذا الامتناع صوراً عديدة والذي يثبت به حق العميل في طلب فسخ العقد وذلك طبقاً لالتزامات مستشار التداول سواء تعلق الأمر بالتزامه التقليدي بتقديم مشورة التداول في الموعد المحدد أو بمناسبة عملية تداول معينة أو تعلق الأمر بالتزاماته الأخرى المقرونة بتقديم مشورة تداول نافعة.

ونظراً لخصوصية هذا العقد، قد يقوم مستشار التداول بأداء التزاماته المتعددة، إلا أنه قد ينزل منزلة المخل بالتزامه العقدي، حيث استلزم القانون والقضاء[٣] قدراً من الحيطة المهنية والصدق في الأداء من جانب مستشار التداول، وذلك للآثار الخطيرة المترتبة على تنفيذ هذه المشورة، لاسيما على الصعيد الاقتصادي والمالي والذي قد لا نراه في العقود الأخرى الاستشارية.

---

(1) انظر مادة ١٥٧ من التقنين المدني المصري.
(2) انظر مادة ١٦٠م من التقنين المدني المصري.
(3) انظر أحكام التحكيم والأحكام القضائية المختلفة على موقع:
http://www.lexis.com.

وهذه الخصوصية قد أدت في بعض الحالات للخروج عما تقتضيه القواعد المدنية حيث قرر المشرع في الولايات المتحدة أنه يجب لإبطال العقد توافر شروط العيب لبطلان العقد[١].

ومثال على ذلك ممارسة التدليس والغش أو الاحتيال أو الخداع لأي عميل حالي أو متوقع، حيث يعطي قانون مستشاري الاستثمار والتداول الصادر سنة ١٩٤٠م في الولايات المتحدة الحق للعميل في فسخ العقد في حالة ممارسة مستشار التداول حيلة أو خطة لغش أي عميل أو خداعه أو الاحتيال عليه حيث ينص على "أنه لا يجوز لأي مستشار استثمار أن يقوم بشكل مباشر أو غير مباشر وباستعمال أي طريقة:

١ـ استخدام أي أداة أو حيلة أو مخطط لغش أي عميل حالي أو متوقع.

٢ـ أن يتدخل في أي صفقة أو ممارسة تؤدي للاحتيال أو خداع أي عميل حالي أو متوقع.

٣ـ أن يعمل كالرئيس[٢] لحسابه الخاص، وذلك نتيجة معرفة مسبقة بعملية البيع لأي أوراق مالية أو يشتري أي أوراق مالية من عميل أو سمسار أو شخص ما عدا العميل، وذلك بناء على المعرفة المسبقة بأحداث شراء أو بيع للأوراق المالية لحساب هذا العميل، وبدون كشف[٣] إلى مثل هذا العميل مثل إكمال الصفقة والحصول على موافقته على هذا العمل[٤].

---

(1) وهي التدليس والغش والاحتيال.

(2) يعمل كالرئيس أي يبيع ويشتري دون الرجوع للعميل وأخذ الأوامر منه.

(3) مصطلح الكشف يعني تقديم المعلومات إلى العميل.

(4) انظر: http://www.market.counsel.com/Public.ref./205.htm مع ملاحظة أن مثل هذا الأمر لا ينطبق على سماسرة التداول الذين يمارسون تقديم مشورة التداول.

كما ينص نفس القانون على أنه: "سيعد عملاً مناوراً أو مخادعاً أو احتيالاً لأي مستشار استثمار مسجل أو تطلب أن يسجل وفقاً للقانون، وذلك إذا امتنع عن الكشف لأي عميل حالي أو متوقع عن كل الحقائق المادية المتعلقة بـ:

١ـ أي وضع مالي لمستشار التداول والاستثمار إلى الحد المعقول الذي من المحتمل أن يضعف قدرة المستشار للإيفاء بالتزاماته العقدية إلى العملاء إذا كان أو سيكون لهذا المستشار سلطة اختيارية (ضمنية) لرعاية الأوراق المالية لهذا العميل أو يتطلب دفع أجور استشارية لهذا المستشار من العميل لمدة ٦ شهور أو أكثر.

٢ـ أي حدث تأديبي أو قانوني أو مادي أو تقييم سلامة أو قدرة المستشار للإيفاء بالتزاماته التعاقدية للعميل[١].

على الرغم من أن المبدأ العام يؤدي إلى القول بأنه لا يعد كل سكوت مكوناً للضرر الموجب للمسئولية إذ أن موجبات استقرار العقد تقضي بعدم التوسع في مفهوم هذه النظرية وتطبيقاتها، فضلاً عن أننا بصدد واقعة سلبية يصعب إثباتها ومدى تأثيرها في تغييب الإرادة. وإذا كان هذا المفهوم قد ساد منذ عهد القانون الروماني ولم يعاقب عليها إلا في حالات نادرة ترتبط بالسكوت الضروري الذي يكون عنصر الخطأ بطريق الامتناع، وهذا ما فهمه القضاء حيث طبق هذا المعنى في حدود ضيقة جداً إلا أن التطور المصاحب لتكنولوجيا العصر وظهور أنواع من العقود تعكس عدم التوازن العقدي بين طرفيه أطلق عليها عقود الإذعان كان له أثره في التخفيف من حدة هذا المبدأ[٢].

---

(1) Rule 206 (4).

(2) انظر: د/ أحمد محمود سعد ، مرجع سابق، ص ٤٨٥.

وللجنة (SEC) أن تقوم بإصدار أمر الإبطال أو الحصر للانتهاكات الواردة على خلاف القانون أو العقد، ويمكن للجنة أيضاً إبلاغ النائب العام لاتخاذ الإجراء القانوني المناسب[١]، كما للجنة أن تتخذ أي إجراء قانوني مناسب في المحكمة الإقليمية المناسبة في الولايات المتحدة وذلك لتكليفها للقيام بما تراه مناسباً من الإجراءات أو التدابير اللازمة للدعوى المتوافقة مع هذا النص أو مع أي قاعدة أو قانون أو أمر بموجبه[٢].

كما ينص نفس القانون على ضرورة إبطال أي عقد يخالف أي بند من هذا النص وكذلك أي عقد وضع سابقاً أو سيوضع في المستقبل وذلك إذا كان هذا العقد يخالف أي بند من تلك النصوص أو الاستمرار في علاقة أو ممارسة يخالف القواعد أو القوانين أو الأوامر التي سوف يتم ذكرها لاحقاً مع الأخذ في الاعتبار حقوق الأشخاص الغير أطراف في العقد الخاطئ بمشورة الاستثمار والتداول في الأوراق المالية[٣].

(1) Rule 206 (4) (A) Investment Adviser.
(2) Sec. 80 B 9 Enforcement of Subchapter Investment Advisers. Act.
(3) Sec. 80 b-b-9.

الفصل الثاني

انقضاء العقد في غير حالات الخطأ

الاستحالة ووفاة مستشار التداول:

هناك عدد من الأحداث التي تعد ذات أثر سلبي على استمرار العقد ويعتبر توفر أي منها سبباً لفسخ الرابطة العقدية رغم كونها لا تشكل خطأ من جانب أحد الأطراف وفي عقدنا محل الدراسة تتمثل في:

الفرع الأول ـ الاستحالة القانونية.

الفرع الثاني ـ وفاة مستشار التداول.

الفرع الأول

الاستحالة القانونيـــة

عدم ثبات سوق الأوراق المالية:

وقد يطرأ سبب أجنبي، لا دخل لمستشار التداول أو العميل فيه بعد انعقاد عقد تقديم المشورة الخاصة بالتداول، يؤدي لاستحالة تنفيذ الالتزامات الناشئة عنه، وقد جعل المشرع المصري من هذه الاستحالة سبباً لانحلال كل العقود عامة بقوة القانون[1].

---

(1) انظر في ذلك: د/ مصطفى الجمال، مصادر الالتزام، منشأة المعارف، الإسكندرية، ١٩٩١م، مرجع سابق، ص ٢٦٢. وانظر أيضاً: د/ محمد إبراهيم الدسوقي، مصادر الالتزام، دار النهضة العربية، ١٩٩٤م، مرجع سابق، ص ٢٥ وما بعدها.

والاستحالة هذه معروفة إما أن تكون مادية تتمثل في واقعة مادية ملموسة تؤدي إلى جعل تنفيذ الالتزام مستحيلاً استحالة مادية[١]، وقد تكون قانونية بمعنى إمكانية تنفيذ الالتزام مع اصطدام تلك الإمكانية بنص أو إجراء تشريعي أو إداري يجعل هذا التنفيذ مستحيلاً[٢].

ففي الولايات المتحدة الأمريكية للجنة البورصة (SEC) أن تصدر أمراً بإبطال الانتهاكات وذلك بدون سند وللجنة أن تقدم طلباً للمدعي العام بهذه الانتهاكات للقيام بالإجراء القانوني المناسب[٣] مما يؤدي لاستحالة تنفيذ العقد وعندئذ يعتبر العقد منقضياً من تاريخ إصدار أمر اللجنة أو صدور الحكم القضائي وعندئذ يعتبر باطلاً أداء أي التزامات ناشئة عن العقد سواء من جانب مستشار التداول أو العميل كما يعتبر الجزء الذي تم تنفيذه من العقد قبل صدور هذه القرارات أو الأحكام سليماً.

وقانون مستشاري الاستثمار الأمريكي يعطي للجنة الأسواق المالية إصدار هذه الأوامر إذا حدث انتهاك لأي حكم من أحكام هذا القانون أو أنه قد أوشك على القيام بذلك، أو بالقطع إذا تبين فيها أن هذا الشخص قد انتهك أي قاعدة أو قانون أو أمر من هذا النص أو أنه ساعد أو حرض على أو أشار إلى (قدم مشورة) هذا أو أعطى أوامر بهذا أو استحدث أو قام بتدبير أمور تنتهك هذا الحكم أو اقترب من فعل كل هذا، كما يمكن للجنة اتخاذ إجراء مناسب في المحكمة الإقليمية المناسبة بناء على كل هذا وذلك لتكليفها للقيام بما تراه مناسباً من الإجراءات أو التدابير اللازمة[٤].

---

(1) انظر : د/ عبد الوهاب الرومي، الاستحالة وأثرها على الالتزام العقدي، رسالة دكتوراه، جامعة القاهرة، ١٩٩٤م، ص ١١٨.

(2) انظر في نفس المعنى، المرجع السابق ص ١١٨ ، وانظر: د/ حسام الأهواني "مصادر الالتزام" ، دار النهضة العربية، القاهرة سنة ١٩٩٢م، ص ٣٠٤.

(3) SEC 80b-9, Enforcement of Sub Chapter Investment Advisors Act.

(4) انظر: مرجع سابق Sec. 80b-9 .

على ذلك يمكن أن نقول أن المشرع الأمريكي يمنح أطـــراف عقـــد مشورة التداول الحق في اعتبار بعض الأحداث التي تواجه العقد ســـبباً فـــي انفساخه، ويعتبر من أبرز تلك الحالات رفع أية دعوى قضائية ضد أي مـــن أطراف عقد مشورة التداول والاستثمار في الأوراق المالية ليستوي في ذلك أن يكون رفع الدعوى راجع إلى أحد أطراف العقد أو راجعـــاً إلـــى لجنـــة البورصات (SEC).

وربما يرجع السبب وراء استحالة تنفيذ العقد إلـــى اســـتحالة تنفيـــذ المشورة أصلاً وذلك لصدورها بعد عملية البيع والشراء المطلوب المـــشورة بشأنها، أو لظروف سياسية أو مالية أو اقتصادية تؤدي إلـــى عـــدم جـــدوى التطبيق للمشورة لصدور قرار مثلاً بوقف التداول في البورصة أو في أوراق مالية معينة ومن ثم تغير السوق ولظروف وعدم جدوى المشورة المنعقد عقد مشورة التداول بشأنها وهي استحالة مادية، حيث يلاحـــظ أن عقـــود تقـــديم مشورة التداول والاستثمار في الأوراق المالية ليست كلها عقود زمنية، فمنها العقود الفورية ومنها أيضاً التي يتراخى تنفيذها إلى أجل محدد أو عملية بيع أو شراء أو إصدار جديد للأوراق المالية، والراجح في هـــذه العقـــود هـــو وجوب إعادة المتعاقدين للحالة التي كانا عليها قبل التعاقد إن أمكن.

الفرع الثاني

وفاة مستشار التداول

شخصية مستشار التداول محل اعتبار في عقد تقديم مشورة التداول:

إذا كانت شخصية مستشار التداول محل اعتبار في عقد مشورة التداول، فإن العميل لا يجوز وصفه بذلك وعلى ذلك وفاته لا تؤدي إلى انقضاء عقد مشورة التداول وذلك لأن التزامه قبل مستشار التداول بدفع المقابل المالي لمشورة التداول، كما أن أهدافه عامة والتي يطلبها من وراء الاستعانة بمستشار تداول هذا تدور في مجال تعظيم الربحية للعميل وعلى ذلك يمكن انتقال هذا الالتزام لورثته حيث لا يجوز لهؤلاء أن يتنصلوا من هذه الالتزامات المالية بقولهم أن إتمام هذا العمل غير ملائم لهم، على أنهم لهم إنهاء العقد بإرادتهم المنفردة شأنهم في ذلك شأن مورثهم، ويختلف الأمر بالنسبة لوفاة مستشار التداول فأدائه ليس أداء مالياً حيث لا يستطيع ورثته القيام به فشخصية مستشار التداول محل اعتبار وإن كان عمليا يمكن أن يكون ذلك في حالة مستشار التداول الفرد لا يحل محله شخص آخر حتى لو كان مساعداً له أما لو كان مستشار التداول هذا بيت استشارة أو شركة سمسرة[١]، أو بنك فإن هؤلاء يعملون من خلال فريق متخصص في تقديم مشورة التداول وعلى ذلك فوفاة مستشار تداول بعينه لا تؤدي إلى انقضاء عقد مشورة التداول حتى ولو كان العميل يتعامل معه فقط في كل الأحيان.

---

(1) في مصر بناء على قرار وزير الاستثمار يقتصر نشاط تقديم مشورة التداول على شركات السمسرة على أن يكون رأسمالها لا يقل عن مائتان وخمسون ألف جنيه مدفوع بالكامل حتى يرخص لها بمباشرة النشاط وذلك استناداً لأحكام المادة ٢٧ من قانون سوق رأس المال رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢م.

الباب الثاني

التكيف القانوني لعقد مشورة تداول الأوراق المالية

ويحتوي على فصلين

تمهيد

الفصل الأول ـ تمييز عقد تقديم استشارات الأوراق المالية عن العقود الأخرى المشابه له

الفصل الثاني ـ التكييف القانوني لعقد تقديم استشارات الأوراق المالية

الباب الثاني

التكييف القانوني لعقد مشورة تداول الأوراق المالية

مقدمة:

نشأ عقد تقديم مشورة التداول بشأن الاستثمار في الأوراق المالية. في البيئة القانونية الأنجلوأمريكية هو وسائر عقود تقديم الاستشارات. وهي بيئة لا تهتم كثيرًا بتكييف العقود وتصنيفها وتكتفي فقط بالممارسات العملية.

ونظرًا لأن عقدنا هذا يعتبر من وضع الممارسات العملية للمتداولين والبنوك والسماسرة بداية ولم يوضع بواسطة السلطة التشريعية. لذا لم يتصد أحد من القانونيين لبيان طبيعته القانونية وذلك بتأصيله ورده إلى أحد الصيغ القانونية المعروفة اللهم إلا المحاولات التي بذلت بشأن عقود تقديم المشورة عامة.

فمن الواضح أننا بصدد تنظيم لعقد ومهنة – جد – حديثة وأنها في حاجة إلى نوع من الاستقرار القانوني – وخصوصًا في مصر – كما يؤدي هذا الاستقرار القانوني إلى مساعدة القضاء في تحديده للمسئولية. ولذا سنحاول الوصول بإذن الله إلى تكييف مناسب لهذا العقد.

وسنقسم هذا الباب إلى الآتي:

الفصل الأول: تمييز عقد تقديم استشارات الأوراق المالية عن العقود الأخرى المشابه له.

الفصل الثاني: التكييف القانوني لعقد تقديم استشارات الأوراق المالية.

الفصل الأول

تمييز عقد تقديم استشارات الأوراق المالية

عقد تقديم مشورة الأوراق المالية والعقود الأخرى:

يختلف عقد تقديم مشورة التداول عن غيره من العقود المشابهة لــه والتي يمكن تسميتها عقود تقديم المعرفة وفيما يلي نوضح الفرق بين عقــدنا محل الدراسة والعقود المشابهة له.

الفرع الأول

عقد تقديم مشورة التداول وعقد تقديم المعلومات

كثيرًا ما تدق التفرقة بين تقديم المعلومات من ناحية والاستشارات من ناحية أخرى فمن الناحية النظرية هناك الاستشارة التي تهدف إلــى توجيــه القرار لدى من طلبها وبين المعلومات التي لا تتــضمن بموضــوعيتها أي باعث إلى التصرف أو عدم التصرف، ولكنه من الناحية العملية تمتزجان[١]. والقضاء والفقه الإنجليزي يذهبان إلى عدم التفرقة بــين تقــديم المعلومــات والاستشارة ويفضل القضاء الإنجليزي استعمال كلمة استــشارة (Advice) للدلالة عليهما معًا[٢].

---

(1) انظر أستاذنا أ. د/ السيد محمد اليماني، تقديم المعلومات والاستــشارات المــصرفية ومسئولية البنك، مقال بمجلة الدراسات القانونية العــدد الأول ١٩٧٩م كليــة حقــوق أسيوط، مرجع سابق، ص٤٠.

(2) انظر المرجع السابق، ص٤٠.

ويعد تقديم معلومات غير صحيحة بدون كشف الأخطار أو التحريف فيها أو الإهمال في الكشف عن حقيقتها من أعمال الاحتيال في تعاملات الأحداث المالية المحظورة في الولايات المتحدة[1].

ويلجأ العميل لطلب المعلومات من الوكالات المتخصصة أو البنوك وينعقد العقد بقبول البنك أو الوكالات المتخصصة ويعد عقد تقديم المعلومات من العقود الرضائية بما يشبه تقديم استشارات التداول ولا تتطلب شكلاً خاصًا لانعقاده ولا يشترط أن يكون مثبتًا بالكتابة وهو أيضًا من عقود المعاوضة[2].

والمعلومات المطلوب تقديمها إما معلومات تجارية وهي ما يتعلق بالمركز المالي والثقة والاعتبار ولسعة والقدرة على القضاء على الديون لمؤسسات وشركات يرغب طالب المعلومات في التعامل معها وهي معلومات شخصية[3]، أو معلومات تنصب على التقدير المالي للمشروعات والمؤسسات وتعتمد فترة المعلومات بدرجة كبيرة على المستندات والوقائع كالأرصدة لدى المؤسسات وحجم العرض وحساب الأرباح والخسائر وهي ذات صفة موضوعية[4].

ويختلف عقد تقديم مشورة التداول عن عقد تقديم المعلومات المالية التجارية وأول من أشار إلى التمييز بين تقديم المشورة وتقديم المعلومات هو العميد سافتيه حيث يرى أن تقديم المشورة الغرض منه توجيه القرار بالتصرف أو عدم التصرف فيما توجه حالتها العميل نحو اتخاذ قرار بالتصرف من عدمه.

---

(1) انظر د/ صالح راشد الحمراني، دور شركات السمسرة في استثمار أموال العملاء، مرجع سابق، ص٣٥٧، ٣٥٨ هامش.

(2) انظر د/ حسن حسين حسن البراوي، مرجع سابق، ص٤٤ وما بعدها.

(3) انظر أ.د/ احمد بركات مصطفى، مرجع سابق ص١٤٢ وما بعدها.

(4) انظر د/ حسن حسين حسن البراوي، مرجع سابق، ص٤٨ وما بعدها.

أما المعلومات والبيانات فهي عرض مجرد لا يعدو أن يكون سوى توضيح وبيان الرأي في موضوع أو مسألة معينة وذلك بدون توجيهه لاتخاذ رأي في مسألة معينة[١].

ويذهب أيضًا إلى القول أن المعلومات والبيانات لا يمكن أن تكون بمثابة مشورة ولا تصنف على أنها مشورة بأي حال من الأحوال وهو ما ذهب إليه آخرون من أن تقديم المعلومات ما هو إلا نقل مجرد لوقائع معينة تم الحصول عليها من مصادر مختلفة[٢].

ومن الممكن التقريب بين عقد عقدي تقديم مشورة التداول وتقديم المعلومات وذلك من حيث أنهما عقود تقديم معرفة ذات منشأ واحد كما أن الاستشارة أيًا كان شكلها يجب أن تبنى على معلومات مالية صحيحة يتم جمعها عن الشركات والأفراد والسوق وكذلك الظروف الاقتصادية والسياسية والاجتماعية وغيرها وهي معلومات مجردة من رأي.

---

(1) Rene savatier, Les contrats de conseil professionnels en droit prive, op. cit.
(2) Michel vasseur, des responsabilites en coures par le banquier avaison des information avois et conseils onispenses ases clients, Revue Banque, 1983, P: 984.

الفرع الثاني

عقد تقديم مشورة التداول وعقد إدارة الأوراق المالية

الفرق بين العقدين:

يرتكز نشاط إدارة الأوراق المالية على عقد يبرم بين العميل والوسيط المالي[١]، المؤهل قانونًا للقيام بنشاط إدارة الأوراق المالية، وتنص المادة ٢٤٨م من اللائحة التنفيذية لقانون سوق رأس المال المصري رقم ١٣٥ لسنة ١٩٩٣م على أنه يجب على شركة تكوين وإدارة محافظ الأوراق المالية "أن تحرر عقدًا مع كل عميل لها يتضمن طبيعة التعامل بينهما ومدى الحرية الممنوحة للشركة في التصرف وجميع التزامات وحقوق الطرفين"، وهذا هو عقد إدارة الأوراق المالية والذي يتضمن التصرف في إدارة مجموعة من الصكوك أو محافظ الأوراق المالية تلك الإدارة التي تجمع ما بين الإدارة العادية وأعمال التصرف، والعميل هنا هو صاحب الحق في تحديد مستوى مبادرة المدير في الإدارة فله حق أن يعطيه الإدارة الكاملة في العقد أو يلزمه بالرجوع إليه في بعض الأحوال.

وهذا العقد يختلف عن عقد تقديم مشورة التداول حيث أن العميل له أن يقوم أيضًا بإدارة أوراقه المالية بنفسه ومن ثم إذا كان لديه معرفة بالشئون المالية والاقتصادية بحيث يكتفي بنفسه عن طلب استشارة من الآخرين فله ذلك، وإلا عليه اللجوء إلى طلب خدمات استشاري تداول متخصص ليقوم بتوجيهه عن طريق استشارة تداول صحيحة ونافعة وذلك عن طريق عقد مشورة التداول، ويعتبر عقد تقديم إنتاج ذهني وعقلي بالشراء أو البيع

---

(1)Gavalda et stoufflet, droit bancaire troisieme edition 1997, litec, Paris, No. 754, P:412.

للأوراق المالية أو طرحها لأول مرة أو التوقف عن ذلك وهو لا يتضمن بطبيعة الحال القيام بمهمة إدارة وتنفيذ لهذه الاستشارات وذلك في معظم الأحوال[1]، وإن كان يمكن له متابعة استشاراته الخاصة بالتداول ومعرفة مدى صحتها.

وقد اعتاد الأفراد على طلب النصيحة من المتخصصين في إدارة الأوراق المالية منذ وقت طويل أو اللجوء إلى خدمات مهني متخصص يقوم بإرشادهم في اختيارهم في إطار عقد منتظم للنصيحة المهنية[2].

---

(1) انظر د/ محمود مصطفى حسن محمد، النظام القانوني لعقد إدارة الأوراق المالية، مرجع سابق، ص٢.

(2)Rene savatier "Les contrats de conseil professionnel en droit prive" recueil dalldalloz sirey 1972. Chronique. XXIII, P: 137, 145 No. 22.

الفصل الثاني
التكييف القانوني لعقد تقديم استشارات الأوراق المالية

لعقد مشورة التداول سمات قانونية متعددة بعضها يشترك فيه مع باقي عقود المشورة ولبعضها الآخر سمات ينفرد بها هذا العقد بحيث تجعل من محاولات وضعه داخل أحد الطوائف القانونية التقليدية أمراً صعباً للغاية.

ولتصنيف هذا العقد وتكييفه يجب علينا معرفة ما يتمتع به من سمات وخصوصًا صفة الاحتمال نظرًا لتميز العقد بها عن غيره من العقود الأخرى وعقود المشورة عامة ولانعكاس هذه الصفة على مضمونه وأهدافه.

ولذا نتناول آراء الفقهاء فيما يتعلق بتكييفه القانوني كالآتي:

الفرع الأول
عقد تقديم مشورة التداول عقد بيع خدمة

ذهب بعض الفقه إلى أن عقد تقديم المشورة عامة لا يعدو كونه عقد بيع خدمات وعلى رأس هؤلاء الفقهاء العميد (SAVATER) الذي خصص له بحثاً مستقلاً ضمن أفكاره عن هذا العقد، ووجهة نظره في ذلك أن المشورة لا يقدمها المستشار للعميل إلا بعد أبحاث طويلة ومجهود واستثمارات مكلفة تجعلنا أمام سلعة ذات قيمة اقتصادية ومن ثم تنسب للمستشار مبتكرها ويتحدد سعرها بوصفها سلعة، غير أن العقد الذي نحن بصدده يختلف عن عقد البيع التقليدي في كونه تم تبادل شيء غير مادي مقابل مبلغ من النقود، كما أن البيع هنا لا يعني نقل ملكية بالمعنى التقليدي لنقل ملكية لأشياء المادية، وإنما بيع لأداء ينفرد به المستشار أو بالأحرى بيع لعمل يقوم به، ولما كان لا يصدق عليه نقل الملكية وإنما هو أقرب لتقديم

خدمة، فمن ثم البيع هنا هو بيع خدمة تستهلك عندما توضع تحت حوزة المشتري شأنها شأن بيع الخدمات الأخرى التي تقدم خدمة للعملاء مقابل أجر.

ومبررات هذا القول أن المعلومات التي تبنى عليها الاستشارات لها قيمة اقتصادية وتعد المعلومة قابلة للاستحواذ في ذاتها بغض النظر عن ارتباطها بدعامتها المادية، وإنما على هذا النحو منتج، ومن ناحية أخرى فهناك علاقة قانونية بينها وبين منتجها يمكن وصفها بعلاقة المالك بالشيء الذي يملكه، ولما كانت هذه الاستشارات المبنية على معلومات لها قيمة، فإنها تصبح محلاً لحق فلا توجد ملكية معنوية بدون الإقرار بالقيمة، وطالما أبحنا التنازل عنها مقابل ثمن لهذا التنازل، فإن الحديث عن عقد البيع ومدى ملاءمته بشكل هذا التنازل يعد تحصيل حاصل لا مجال لإثارته، حيث إن هذا العقد هو الأقرب إلى المنطق ويكفي أن نقول أن طبيعة هذه الاستشارات وكيفية نقلها للعميل هو بعينه المقصود بعقد بيع الخدمات، فهذا العقد موضوعة ينحصر في شكل واحد، وهو النقل المجرد للإنتاج الذهني.

كما أن هذا التكييف يمكن أن يتفق وقصد المتعاقدين، فإذا ذهبا إلى إمكانية شراء الاستشارات فإننا نكون بصدد عقد بيع يترتب عليه انتقال الاستشارة للعميل الذي يصبح مالكاً لها، كما أنه يمكن اعتبار حق المستشار على مشورته هو حق المؤلف على مصنفه حيث تقدم المشورة في أحيان كثرة مرفقة بدراسة وافية للسوق اقتصادياً واجتماعياً، بل وسياسياً، ويجوز للمؤلف نقل مصنفه إلى الغير بالبيع، ويلاحظ تشابه حق المؤلف على مصنفة مع حق استشاري الأوراق المالية على مشورته حيث يتوافر في كلاهما عنصر الابتكار.

تقدير الفكرة:

وجهت إلى الفكرة السابقة والتي تربط بين عقد المشورة عامة وعقد البيع انتقادات يمكن إجمالها في الآتي:

- الربط المعيب بين القيمة الاقتصادية وفكرة الأموال، فإذا كان المسلم به أن المشورة أياً كانت هي قيمة اقتصادية سواء بالنسبة للمستشار أو العميل حيث تعود أثرها على نشاطه في السوق بالبيع والشراء فإنه ليس معنى ذلك الصلة الحتمية بين القيمة الاقتصادية وفكرة الأموال، فهناك من القيم الاقتصادية ما لا يعتبر من الأموال في سوق الأوراق المالية مثل المضاربات لشل السوق أو إخراج شخص من المنافسة. لذا الأولى أن نقول أن هذه الاستشارات هي قيمة اقتصادية ومن ثم تجب حمايتها دون ربطها بالحماية الخاصة بالأموال، لذا ذهب بعض الفقه إلى رفض وصف السرقة لها[1].
- كما أن (Savatier) والذي قال بهذا الرأي رأى أنه لا يمكن تقبل النتائج المترتبة على عقد البيع على الرغم من وصف عقد المشورة بأنه عقد بيع خدمات، حيث اعترف بأن البيع المقصود ـ هنا ـ ليس هو بيع الأشياء طبقاً للمفهوم التقليدي، حيث إن محل العقد الذي نحن بصدده يستهلك بمجرد تقديمه للعميل شأنه في ذلك شأن الطاقة الكهربائية التي

(1) انظر: د/ جميل عبد الباقي الصغير، القانون الجنائي والتكنولوجيا الحديثة، الكتاب الأول، الجرائم الناشئة عن استخدام الحاسب الآلي، الطبعة الأولى، ص ١٣، ١٩٩٢م، الناشر دار النهضة العربية. د/ محمد حسام محمود لطفي، الحماية القانونية لبرامج الحاسب الإلكتروني، طبعة ١٩٨٧، دار الثقافة للطباعة والنشر. وأيضاً للمؤلف عقود خدمات المعلومات، دراسة في القانونين المصري والفرنسي، طبعة القاهرة عام ١٩٩٤م، ص ٦٨.

تم بيعها في شكل تيار كهربائي، ومن ثم فعقد بيع الخدمات لا ينطبق عليه المادة (١٥٢) وما بعدها فرنسي والتي تنظم أحكام البيع للأشياء المادية، فهو بيع خدمات له خصوصيته[١].

- وقد نقد البعض موقف (Savatier) بقوله أنه عقد المشورة عقد بيع خدمات له خصوصيته، فقالوا أنه أراد بذلك أن يقرب الحقيقة القانونية للحقيقة الاقتصادية بالتمسك بوحدة الظواهر[٢]، إلا أن هذا التحليل لا يؤدي لهدم الركائز الأساسية التي يقوم عليها عقد البيع باعتباره عقد تمليك وتملك والذي يميزه عن سائر العقود الأخرى، ولهذا يروا أن الحديث عما وصفه (Savatier) بعقد بيع خدمات هو أقرب للقول بأنه عقد عمل يقوم فيه المستشار بأداء عمل لمصلحة رب العمل (العميل) فالبيع يجب أن يكون محلة حقاً استئثارياً، في حين أن الخدمات التي يقدمها المتخصص يمكن مناقشتها في إطار قواعد القانون الخاص الذي ينظم عقود أخرى كعقد المقاولة وعقد العمل[٣]، وهذا هو موقف (Savatier) نفسه حيث اعترف في دراسة تالية بهجرة لهذا التكييف مقرراً أن هذا العقد أقرب للقول بأنه عقد غير مسمى[٤].

- وفي تحليل فقهي آخر رافض لفكرة أن عقد المشورة هو عقد بيع خدمة يرى علة الرفض لهذا التكييف ليست بسبب أن الشيء قابل للاستهلاك وهو المشورة، لأن هناك من البيوع ما يرد على محلها الاستهلاك كبيع المواد الغذائية، كما أن سبب الرفض يكمن أيضاً في التمييز بين الأشياء

(1) V. Savatier "Les Contrate de conseil professional en droit prive", D. 1972. Chr. P. 22. P: 137.

(2) للمزيد حول هذه الحجة راجع د/ أحمد محمود سعد، مرجع سابق، ص٣١٠

(3) انظر: د/ أحمد محمود سعد، مرجع سابق، ص٣٠٩

(4) V. Savatier. *Op. Cit.* P. 22: P. 137.

المادية والأشياء غير المادية وإخضاع النوع الأول لعقد البيع بخلاف النوع الثاني، حيث أنه ليس ثمة ما يمنع من أن الأشياء غير المادية يمكن أن تكون محلاً لحق استئثاري أسوة بالأشياء المادية، ومن ثم يمكن تكييف المعاملات بشأنها بأنها عقد بيع مثل الحاصل في براءة الاختراع طبقاً لقانون حماية حقوق المؤلف الفرنسي الصادر سنة ١٩٥٧م، ومن ثم ليس أمامنا إلا القول بأنه أداء مستقل عقد المشورة يمكن اعتباره عقد عمل أو عقد مقاولة، حيث أن لفظ أداء خدمة في ظل عدم وجود تحديد قانوني لها هنا يجب أن نأخذ بمدلولها بما متعارف عليه في لغة رجال الأعمال وهي عقد أجارة عمل أو مقاولة[1]، وذلك بدون النظر والاعتداد بطبيعة العمل المنفذ، مع العلم أن الأداءات الذهنية منذ وقت طويل توصف بأنها أجارة عمل أو مقاولة.

وخاصة ذلك أن خصوصية عقد المشورة عامة وعقد تقديم مشورة الأوراق المالية بالتبعية يأبى إطلاق وصف البيع عليه - حيث أن الالتزام الجوهري فيه هو تقديم المشورة لنافعة في سوق الأوراق المالية والتي تعتمد على الأداءات ذات الطابع الذهني، فإذا أضفنا إلى ذلك أن مصطلح الملكية يشوبه كثير من الغموض عند ارتباطه بالأداءات الذهنية، تأكد لنا خطأ القول بأن عقد المشورة هو عقد بيع خدمة.

---

(1) V. Viney: La Responsabilities des enterprises Prestataires de Conseils – Conseils en organization, bureaux d'etudes et societes d'ingenièries", J.C.P. 1975. 1. 2750.

وانظر أيضاً: د/ أحمد محمود سعد، مرجع سابق، ص٣١١.

الفرع الثاني

عقد تقديم مشورة التداول وعقد الوكالة

ذهب البعض إلى القول أن المستشار في علاقته بعميله هي علاقة وكيل بموكلة، ومن ثم يمكن القبول أن العلاقة القانونية بينهما ترتدي ثوب عقد الوكالة(١)، وما يترتب على هذا القول من نتائج وذلك أسوة بما هو موجود في عقود المهن الحرة مثل العقد الطبي وعقد المحامي، وفي العصر الحديث اعتبرت بعض العقود المشابهة للاستشارات مثل عقود التخليص والعقود المنتشرة في مجال الاستشارات عقود وكالة، حيث يمكن أن يفوض المستشار في أداء العمل لمصلحة رب العمل(٢)، حيث أنه يطلب العميل منه أن يساعده في اتخاذ قراره، أو يقوم هو المستشار نفسه بالنسبة لعقد تقديم مشورة التداول بالبيع والشراء لمصلحة العميل بناء على المشورة المقدمة منه، فالمستشار في سوق الأوراق المالية في أحياناً كثيرة لا يلتزم فقط بأداء

---

(1) عقد الوكالة كما هو معروف من العقود الواردة على عمل، فالملتزم فيه وهو الوكيل ينوب عن الدائن وهو الموكل بالقيام بعمل قانوني باسمه ولحسابه انظر (مادة ٦٩٩ مدني مصري).

(2) V. Cornu (G): a l'evolution du droit des contrats en France, Journees de la sociere de legislation compare". Rev. Int. dr. Com. Vol. 1. ed. 1979, P. 447 et.s.

راجع في ذلك أيضاً:

ـ د/ محمد عبد الظاهر حسين، المسئولية المدنية للمحامي تجاه العميل، طبعة ١٩٩٣م، دار النهضة العربية، ص٧٧.

ـ د/ محمد لبيب شنب، شرح أحكام عقد المقاولة، طبعة ٢٠٠٤، دار النهضة العربية، ص٣٩.

ـ د/ أحمد محمود سعد، مرجع سابق، ص٣١٨.

ما تعهد به وهو إعطاء المشورة، وإنما يلتزم بتنفيذها بالقيام بالبيع والشراء وهو ما يقرب عمله من عمل الوكيل.

وقد وجد هذا الاتجاه صداه في بعض الأحكام القضائية وذلك بهدف الاستفادة من الرخصة المقررة للقاضي في تخفيض أجر الوكيل (مادة ١٩٩٩/٢ مدني فرنسي) حيث ذهبت محكمة النقض الفرنسية إلى جواز ذلك بالنسبة للمستشار باعتباره وكيلاً[1]، وذلك في نزاع عرض على المحكمة من قبل العميل في مواجهة مستشاره طالباً تخفيض الأجر حيث استجابت محكمة استئناف (Rennes) لطلبه تخفيض الأجر لإعادة التوازن للأداءات في العقد أسوة بما هو موجود ومستقر في عقود المهن الحرة الأخرى مثل الأطباء والمحاميين ووكلاء الأعمال.

تقدير الفكرة:

قد تعرض هذا التكييف لعقد المشورة للنقد على أساس أنه نادراً ما تتوافر خصائص عقد الوكالة وطبيعته في العلاقة ما بين العميل والمستشار، ولا يؤثر في ذلك أن هناك بعض أحكام القضاء أجازت الرقابة على أجر المستشار وتخفيضه إذا ما ثبت وجود مغالاة فيه، حيث أنه أمر استثنائي تدخل القاضي في عقود المشورة كما نصت هذه الأحكام ولا يعني ذلك أننا بصدد عقد وكالة بمعناه التقليدي، فلا تتوفر في عقد المشورة أركان عقد الوكالة وهو تمثيل الوكيل الموكل أمام الغير، والركن الثاني أن يكون محل عمل الوكيل هو القيام بتصرفات قانونية لحساب الموكل حيث أنه إذا أمكن تصور أحد ركيزتيه وهو أن المستشار يمثل عميله أمام الغير، فإنه لا يجوز

---

(1) V. cass. Com: 23. 1. 1, 62 Bull. Civ. IV. 42., V.C.A. de Rennes: 17. 4. 1969.

مشار إليها في كتاب د/ أحمد محمود سعد، مرجع سابق، ص٣١٩.

القول بأن الركيزة الثانية والخاصة بوجوب أن يقوم الوكيل بـإبرام تـصرفاً قانونياً لمصلحة موكله لا تتوفر في عقد المشورة طالما أن موضوعة تقـديم المشورة فقط(١).

فتطبيق أحكام الوكالة ورد على سبيل الاستثناء لا يجوز إطلاقه فـي تكييف العلاقة بين السمسار والعميل، وعلى ذلك يمكن النظر إلـى الاتجـاه القضائي السابق على أنه محاولة من القاضي لإعادة التوازن المفقـود بـين طرفي العقد، وهي سلطة ثبتت للقضاة في كثير من العقود المهنية(٢).

الفرع الثالث

عقد تقديم مشورة التداول وعقد المقاولة

ذهب كثير من الفقه إلى القول أن عقد المشورة عامة هو أحد أشكال عقد المقاولة وذلك بعد تمحيص العقد وبغض النظر عن التسميات التي يطلقها أطراف العقد عليه، وهذا الاتجاه بقولة ذلك عامة لا يقصد التطابق الكامل بين عقد المشورة وعقد المقاولة بمفهومه التقليدي وإنما يمكن القول أننا بـصدد

---

(1) - V. Marie Mialow France. "Actualife des contrats de conseil: l'intervention legislative et reglementaire en matiere l'ingenierle de Travux Publies et d'urchitecture". Rev. Trim. De. Dr. Civ. 1976. P. 297 et.s.
- et. V. "Contribution A l'etude Juridique d'une contrat de conseil. Rev. Trim. De. Dr. Civl. 1973. pp. 6 : 44.

(2) للمزيد: راجع د/ أحمد محمود سعد، مرجع سابق، ص٣٢٠. د/ حسن عبد الباسـط جميعي، "أثر عدم التكافؤ بين المتعاقدين على شروط العقـد"، الناشـر دار النهـضة العربية، طبعة ١٩٩١/٩م، ص٣٠ وما بعدها.

عناصر محددة وثابتة هي نفسها الأساسات التي لا توجد مجتمعة إلا في عقد المقاولة.

وهذا هو التكييف بعينه للعقود حيث أن التكييف عملية ذهنية يجريها القاضي والفقيه وذلك لنسبة العقد إلى أحد الأجناس القانونية المعروفة ما دام تتوافر فيه القواعد القانونية التي استقرت في العقد الآخر[١].

وقد ذكر هذا الاتجاه عناصر كثيرة في عقد المقاولة تتوافر في عقد المشورة منها أن عقد المقاولة هو عقد رضائي ومعاوضة ووارد على عمل أياً كانت طبيعته، فيمكن القول أن مستشار الأوراق المالية وهو الذي يؤدي عملاً إلى عميله والذي هو العميل المستثمر في الأوراق المالية وهو رب العمل طالما أن هذا الأخير يتعهد بتقديم أجر مقابل هذا الداء ولا يؤثر في ذلك كون أن عقد مشورة الأوراق المالية الأداء منه أداء ذهني، حيث أنه المشرع قد أورد أحكام عامة للمقاولات أياً كانت طبيعة الأداء الذي يقوم به المقاول، إنشاءات، تصميمات، فالمهم أن يكون موضوع العقد تعهداً بأداء عمل لمصلحة رب العمل.

ولما كان تعهد المستشار لا يخرج عن كونه أداء من هذه الأداءات في ثوب حديث فرضه التطور الحادث في الأسواق، فإننا نكون بصدد عقد مقاولة يتعهد فيه المقاول (المستشار) بأداء عمل (تقديم مشورة أوراق مالية) مقابل الحصول على أجر من العميل، وقد يماثل ذلك صورة من صور عقد المقاولة والتي أوردها المشرع كمقاولات النشر والإعلان، وتقديم

---

(1) انظر في الفقه: د/ حسن حسين البراوي، مرجع سابق، ص٢٦٠. د/ محمد لبيب شنب، شرح أحكام عقد المقاولة، الناشر منشأة المعارف، سنة ٢٠٠٤، ص٦ وما بعدها و١٢، ١٣، ١٤، ٤٢ وما بعدها.

وانظر في الفقه الفرنسي:

Mi Alow: ***Op. Cit.*** Spec. No. 30. No. 32. P. w0 et.s.

المسرحيات[1]، فإنه يمكن القول أن عقد تقديم مشورة الأوراق المالية صورة من صور هذه العقود والتي يقدم فيها المقاول مجهوده الذهني. ومما يؤيد هذه الفكرة أن أداءات المقاول قد تعدت في العصر الحديث الأداء المادي فقط إلى الأداء ذي الطابع الذهني كالمهن الحرة التي تندرج تحت مفهوم عقد المقاولة وهي أداءات ذات طابع ذهني.

ومما يؤيد تلك الفكرة أيضاً أن جوهر عقد المقاولة تتوافر خصائصه في عقد المشورة في كل مراحله بدأ من انعقاده وتنفيذه ثم انتهائه، وضربنا مثلاً على ذلك سابقاً بتحديد الأجر مثل استخدام عنصر الوقت في تحديد أجر المستشار، ورقابة القاضي على الأجر، كذلك في عقد المقاولة والمشورة لرب العمل إنهاء العقد دون الرجوع إلى الطرف الآخر وذلك بإرادته المنفردة وهي قاعدة يستخدمها العميل كثيراً في عقد مشورة الأوراق المالية.

تقدير الفكرة:

تعرض هذا التكييف أيضاً للنقد مع وجود اتجاه كبير بأن عقد المشورة هو عقد مقاولة[2]، وذلك بقولهم أن أداء المستشار يعتمد على المعرفة الذهنية، والتخصص الفني، فإن جاز القول بأنه يقوم بتقديم مادة لعميله، فهذه المادة تعد من قبيل الأموال المعنوية التي قوامها الأداء الذهني، ومن ثم فليس هناك مجال للمقارنة بين هذا الأداء وبين الأعمال المادية التي يتعهد المقاول بتقديمها أو بصنعها، أيضاً إذا كان عقد المقاولة يتمتع فيه المقاول بالاستقلال بدون خضوع لإشراف رب العمل، فإن ذلك ليس صفة دائمة لعقود المشورة حيث يخضع المستشار في أحيان كثيرة لإشراف ورقابة

---

(1) انظر: د/ أحمد محمود سعد، مرجع سابق، ص٢٢٨. د/ حسام محمود لطفي، مرجع سابق، ص١٦٤، ١٦٦.

(2) انظر: د/ أحمد محمد سعد، مرجع سابق، ص٢٩٤.

العميل مما يتشكك في تكييف عقد المشورة بأنه عقد مقاولة، وفي هـذا هـو أقرب ما يكون إلى عقد العمل، لا يقدح في ذلك أن المستشار يقوم بأداء عمل ذهني ينفرد به هو بأسراره ومعرفة نتائجه إلا أن ذلك لا يخول دون مباشرته في إطار قواعد عقد العمل. أما بالنسبة للقول بتشابه عقد المقاولة مـع عقـد المشورة عند إنهائه حيث يجوز لكل من طرفيه إنهائه بإرادته المنفردة، يمكن القول أن عقد المقاولة طبقاً لنص المادة ٦٦٣ مدني مصري عند إنهاء العقد بإرادة منفردة للطرف الآخر الرجوع عليه بالتعويض فـي حـين أن عقـد المشورة يكون لكل من طرفيه الامتناع عن التعاقد ابتداء وله التحلل من العقد بدون التحمل بأي التزام وذلك للثقة الموضوعة في المستشار حيث توجـب عليه الأمانة في أدراك نتائج المشورة ومن ثم تكون له أن يمتنع عن الـسير في العقد إلى منتهاه ــ كما يقول البعض أن عقد تقديم المشورة لـيس عقـداً تجارياً إنما هو اقرب ما يكون إلى عقود المهن الحرة وهي عقود مدنية[١].

الفرع الرابع

محاولة تكييف عقد تقديم استشارات الأوراق المالية

الاحتمال وعقد تقديم مشورة التداول

يعتبر طلب العميل استشارة تداول من مستشار التداول نوعًا من طلب التنبؤ القائم على دراسة لأحوال السوق، وذلك لطلبه معرفة أسـعار الأوراق المالية في المستقبل القريب أو البعيد للاستفادة من السعر الحالي، وبناء على توقعات مستشار التداول لاتجاه السوق والأسعار للأوراق المالية وظـروف

---

(1) راجع: د/ محمد لبيب شنب، فقرة ٤١، ٤٣ ص٥٣، ص ٥٧٣. وانظـر: د/ أحمـد محمد سعد، مرجع سابق، ص٢٩٧.

الصناعة والظروف الاقتصادية والاجتماعية المحيطة بالسوق يتم اتخاذ القرار بالشراء أو البيع للأوراق المالية أو التوقف عن ذلك، ويعتبر تعظيم ربحية العميل هو أهم أهداف أطراف عقد تقديم مشورة التداول حيث تتضمن استشارة التداول احتمالية اتجاه تقلبات سوق الأوراق المالية بشكل معين، واحتمال خسارة بعض الكيانات الاقتصادية والشركات في السوق، لذلك يلجأ العملاء إلى إبرام هذا العقد.

ويتضح مما سبق مدى التلازم بين التنبؤ والاحتمال وبين أهداف هذا العقد. ويمكن تلخيص هذه الأهداف في هدف واحد وهو تعظيم ربحية العميل.

المعرفة وعقد تقديم مشورة التداول:

تجمع عقود تقديم المعرفة (عقد تقديم المشورة عامة، وتقديم المعلومات والنصيحة والتحليلات المالية والأبحاث العلمية) عدد من السمات القانونية تجعل من محاولة ردها إلى نوع معين من العقود المسماة عملية صعبة فكلما تم ردها إلى نوع من العقود المسماة تجلت لنا أوجه الاختلاف[١]، مما يجعل من الصعب القول أن هذه العقود تنتمي إلى أحد العقود المسماة خاصة مع تعدد هذه العقود بتعدد الأنشطة البشرية مما يجعلها في حالة تطور مستمر.

وقد درجت محاولات عدة لتكييف عقد تقديم المشورة عامة برده لأحد العقود المعروفة ــ إما تارة بكونه عقد مقاولة وهو ما يذهب إليه غالبية الفقه والقضاء وإما بالقول بأنه عقد وكالة أو أنه عقد لبيع خدمة[٢].

---

(1) انظر د/ حسن حسين حسن البراوي، مرجع سابق ص٨٩ وما بعدها.

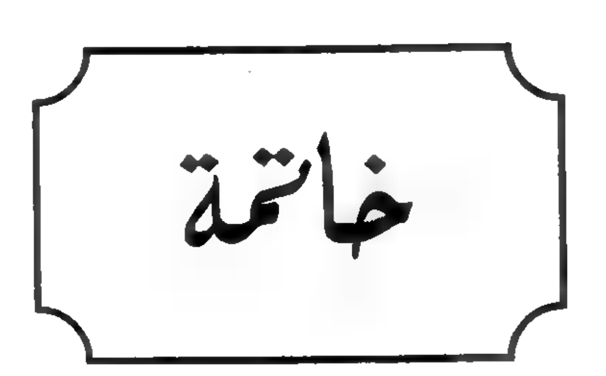
(2) انظر المرجع السابق ص٩٩ وما بعدها.

والأفضل النظر إلى هذه العقود ومنها عقدنا عقد تقديم مشورة التداول على أنه ظاهرة اقتصادية أو كجيل جديد من العقود غير المسماة والتي أفرزتها التطورات الاقتصادية والمالية الجديدة المتلاحقة وذلك لظروف التطور والتحديث في الأسواق المالية والتي جعلت من هذه الأسواق ارتيادها وفهمها هي والأدوات الجديدة في السوق أمر صعب للغاية للمستثمر الهاوي.

وإن كان غالبية الفقه والقضاء يذهب إلى أن عقود الاستشارة عامة والتي تبرم مع العملاء هي عقود مقاولة من ثم يترتب عليها كل آثار عقد المقاولة[١]، وهو ما يمكن أن يستقيم مع العقد موضوع البحث بصورة ما.

---

(1) انظر د/ حسن حسين حسن البراوي، مرجع سابق ص٩٩.



خاتمة

خاتمة

مدى ملاءمة عقد تقديم مشورة التداول في الأوراق المالية للنظام القانوني والواقع المصري:

لقد كان الهدف الأساسي من كتابة هذا البحث هو وضع نظام قانوني يحمي المستثمر في الأوراق المالية ومدخراته وخصوصاً المستثمر الصغير غير الخبير بسوق الأوراق المالية من تلاعب المحترفين وخصوصاً السماسرة بتقديم نصائح له واستشارات غير مناسبة لظروفه وأحواله وأهدافه الاستثمارية، ويتعاملون معه وكأنه لا مسئولية ولا سلطان عليهم في ذلك، مما يعرضهم لمخاطر جمة قد تصل إلى ضياع مدخراتهم وإفلاسهم في معظم الأحيان ويكون الغرض منها هو دفع المستثمر العادي للدخول في السوق كبائع ومشتري لاستنزاف أمواله ومدخراته.

وهذا ما دفعني إلى تناول النظام القانوني لعقد تقديم مشورة التداول في الأوراق المالية بالتحليل والتأصيل وخصوصاً في البيئة التي نشأ فيها وهي التشريعات الأنجلو أمريكية.

وقسمت دراستي هذه إلى ثلاثة أقسام:

القسم الأول لبيان كيفية انعقاد العقد بدراسة أطرافه وأركانه، ثم خصصت **القسم الثاني** لدراسة العقد من خلال دراسة التزامات الطرفين المستشار والعميل، ثم خصصت **القسم الثالث** لبيان كيفية انقضاء العقد وتكييفه القانوني، وفضلت أن استهل هذه الدراسة بمقدمة، **وفصل تمهيدي** تحدثت فيه عن تطور هذا العقد وخصائصه وأهدافه ومخاطر التعامل في الأوراق المالية وبيان رأي الفقه الإسلامي من مسألة تقديم الاستشارات في سوق الأوراق المالية.

ولقد حاولنا تناول هذا العقد في التشريعات التي نشأ فيها وهي التشريعات الأنجلو أمريكية وذلك بهدف التعرف عليه والوصول إلى تكييف قانوني له مما يسمح بإدراجه في النظام القانوني المصري، وكذلك محاولة الوصول إلى تأصيل له في التشريعات المالية المصرية ووضع تكييف قانوني له وتفرقته عن عقود المشورة والمعرفة الأخرى المشابهة له.

وجدير بالذكر أن تقديم المشورة بشأن الأوراق المالية قد بدأت تفرض نفسها كمشكلة على الساحة المالية المصرية، متمثلة في تقديم مشورات تداول من سماسرة الأوراق المالية، بل وأشخاص عاديون وبنوك لا تناسب البتة ظروف العميل، بل ولا يتم إدراج هذه العلاقة في أي شكل قانوني خاص بها مما يعرض المستثمرين دائماً لمشاكل كثيرة تصل إلى حد ضياع مدخراتهم المالية في السوق المالي، وتفقدهم ثقتهم بنظام الاقتصاد الحر عامة، وتحجم المدخرين الآخرين عن الدخول في السوق المالي كمستثمرين في الأوراق المالية.

وقد بدأ المشرع المصري في تهيئة المناخ القانوني اللازم لتنظيم عقود مشورة الأوراق المالية وذلك في نص المادة ٢٢٦، ٢٥٨ من اللائحة التنفيذية لقانون سوق الأوراق المالية رقم ٩٥ لسنة ١٩٩٢م حيث وضع تنظيمات لتقديم مشورة الأوراق المالية وإن كانت بسيطة لا تناسب خطورة تقديم هذه النصائح والاستشارات وأثرها على حركة السوق والاقتصاد عموماً كما نص القرار الوزاري رقم ٦٣٢ والصادر بتاريخ ١٩٩٦/٩/١١م بإضافة نشاط تقييم وتحليل الأوراق المالية ونشر المعلومات عنها للشركات العاملة في مجال الأوراق المالية، وكذلك قرار وزير الاقتصاد رقم ١٠١ سنة ٢٠٠٧ الصادر بتاريخ ٢٠٠٧/٤/٢٢ بإضافة نشاط الاستشارات المالية عن الأوراق المالية في مجالات الأوراق المالية المنصوص عليها في مادة ٢٧

من قانون سوق رأس المال، وهذا القرار يأتي علاجاً لظاهرة انتشار الجهات والأشخاص الذين يقومون بأعمال الاستشارات المالية في سوق المال ومعظمهم لا يتمتع بالخبرة لإبداء هذه الاستشارات مما يرتب آثار سلبية على السوق والمتعاملين.

تم بحمد الله وفضله

المختصرات الرئيسة

المختصرات الرئيسة

ABA.	:	American Bar Association.
ALL	:	All England law reports.
AL	:	Alinea (ex: I'art. 1er, al. 2, de la loi).
Ann	:	Annals de droit commercial.
Art	:	Article.
Arr	:	Arête.
BNA	:	Bank note asssoication
Bul Civ.		Bulletin Civel.
Bull Joly	:	Bulletin Joly (mensuel d'information des sociétés).
Bull C.O.B		Bulletion mensuel de la commission des operation de Bourse
C	:	Code.
CA	:	California.
C.A	:	Arret de la court appeal.
CCH	:	Nasd manual
Cass.	:	Cour de cassation.
Cass. Civ.	:	Cour de cassation champer civiles.
Cass. Com.	:	Cour de cassation champers commercial.
cHron	:	Chronique.
ChiCago Bd Option Ex.	:	Chicago Boards option Exchange
Cit Par.	:	Citation par
Congress.d	:	Congress decision.

Corp.	:	Corporation.
c/SA	:	Confederate states of America
C.T	:	Corporation Tax.
D	:	Recueil de Jurisprudence dalloz.
Dr.	:	Droit.
D.S.	:	Recueil dalloz – sirey.
Dalan, Arb	:	Dalan Arbitration.
Ed.	:	Edition.
Fed.	:	Federal.
G.P. ouGaz pal	:	Recueil Gazette du Palais.
Inc.	:	Incorporated.
InFra	:	Infrared.
ISS	:	Issue.
J.C.P.	:	Jurisclasseur périodique.
L.	:	Loi.
L.Rep	:	Larg / Reports.
L.G.D.J.	:	Libairie General de Droit et de Jurisprudence
Litec.	:	Librairies Techniques.
N.E	:	No Effects.
Obs.	:	Observation.
Op. Cit.	:	Ouvrage précité.
P.	:	Page.
Pub. La.	:	Public law.
R.T.D.civ.	:	Revue Trimestrielle de droit civil.

R.T.D.com.	:	Revue Trimestrielle de droit commerciale.
Papp.	:	Rapport.
Sec.	:	Section.
Sec.	:	Secondary.
Sro.	:	Silver organization.
Supra.	:	Supraorloital.
Tac.	:	Tacties.
Ct. Memo.	:	Court memorahdum.
T.C memo.	:	Till countermandeol memorandum.
v.	:	Voir.

قائمة المراجع

أولاً ـــ المراجع باللغة العربية

ثانياً ـ المراجع باللغة الإنجليزية

ثالثاً ـ المراجع باللغة الفرنسية

قائمة المراجع

أولاً - المراجع العربية

(أ) المراجع الشرعية:

- القرآن الكريم - كلام رب العالمين.
- (القرطبي) تفسير (الجامع لأحكام القرآن)، طبعة دار الشعب، وطبعة دار الفكر، ١٩٣٦م.
- (الصابوني) محمد علي الصابوني، صفوة التفاسير، دار القرآن الكريم، بيروت.
- محمد رشاد رضا، تفسير المنار، الجزء الثالث.
- (ابن جزي) محمد بن أحمد بن جزي الكلبي الغرناطي، القوانين الفقهية، دار الكتاب العربي، الطبعة الأولى ١٤٠٤هـ - ١٩٨٤م.
- (ابن عابدين) محمد أمين بن عمر ابن عبد العزيز الدمشقي الشهير بابن عابدين، حاشية المحتار على الدر المختار شرح تنوير الأبصار، مطبعة مصطفى البابي الحلبي، الطبعة الثانية ١٣٨٦هـ - ١٩٦٦م.
- (ابن تيمية) القياس في الشرع الإسلامي، منشورات دار الآفاق الجديدة، بيروت، الطبعة الخامسة ١٤٠٢هـ - ١٩٨٢م.
- ــــــــــــ، الفتاوى الكبرى، الجزء الثالث، دار المعرفة، بيروت - لبنان.
- ــــــــــــ، القاعدة النورانية، دار المعرفة، بيروت - لبنان.

ـ (النووي) يحيى بن شرف النووي، مجموع شرح المهذب، طبعة دار الفكر، بيروت.

ـ (الشافعي) محمد بن إدريس الشافعي، وبهامشة مختصر المزني أبي إسماعيل بن يحيى المزني الشافعي ٢٦٤م، طبعة دار الشعب.

ـ (الدسوقي) حاشية الدسوقي على الشرح الكبير، الجزء الثالث، طبعة دار إحياء الكتب العربية، عيسى البابي الحلبي وشركاه.

ـ الشيخ/ علي الخفيف، المعاملات الشرعية (الملكية ونظرية العقد)، طبعة ١٩٤٧م، دار المعارف.

ـ (ابن الصلاح) عثمان بن عبد الرحمن المعروف بابن الصلاح رحمه الله، أدب المفتي والمستفتي، بدون تاريخ نشر.

ـ د/ محمد الشحات الجندي، معاملات البورصة في الشريعة الإسلامية، دار النهضة العربية، ١٩٨٨م.

ـ صحيح الوائد ومنبع القواعد، للحافظ نور الدين علي بن أحمد بن أبي بكر الهيثمي المتوفى سنة ٨٠٧هـ، بتحرير الحافظ الجليل العراقي وابن حجر، الجزء الثامن، طبعة بيروت ـ لبنان، دار الكتب العلمية، بيروت ـ لبنان.

ـ د/ محمد يوسف موسى، الأموال ونظرية العقد في الفقه الإسلامي، مدخل لدراسة الفقه وفلسفته، دراسة مقارنة، دار الفكر العربي، ١٩٨٧م.

ـ د/ محمد باقر الصدر، كتاب "اقتصادنا"، بدون سنة نشر.

(ب) المراجع القانونية العامة:

- د/ أحمد محمد محمد الرفاعي، الحماية المدنية للمستهلك، المضمون العقدي، دار النهضة العربية، ١٩٩٤م.
- د/ أنور سلطان وجلال العدوي، الوجيز في العقود المسماه البيع، طبعة منشأة المعارف، ١٩٦٣م.
- د/ حسام محمد عيسى، نقل التكنولوجيا، دراسة في الآليات القانونية للتبعية الدولية، دار المستقبل العربي، بدون سنة نشر.
- د/ حمدي عبد الرحمن، الوسيط في النظرية العامة للالتزامات، الكتاب الأول، المصادر الإرادية للالتزام، دار النهضة العربية، طبعة أولى، ١٩٩٩م.
- د/ رجب عبد اللاه، التفاوض على العقد، دار النهضة العربية، القاهرة، ٢٠٠٠م.
- د/ سليمان مرقص، الوافي في شرح القانون المصري في الالتزامات، المجلد الأول، نظرية العقد والإرادة المنفردة، الطبعة الرابعة، ١٩٨٧م.
- د/ سعيد جبر، الضمان الاتفاقي للعيوب الخفية في عقد البيع، دار النهضة العربية، القاهرة، ١٩٨٥م.
- د/ سميحة القليوبي، الشركات التجارية، الطبعة الثالثة، دار النهضة العربية، ١٩٩٢م.
- د/ عبد الخالق حسن أحمد، الوجيز في شرح قانون المعاملات المدنية لدولة الأمارات العربية المتحدة، الجزء الأول، مصادر الالتزام، مطابع دبي، ١٩٩٩م.

ـ د/ عبد الرازق السنهوري، الوسيط في شرح القانون المدني، مصادر الالتزام، المجلد الأول، طبعة دار النهضة العربية.

ـ د/ عبد الفتاح عبد الباقي، موسوعة القانون المدني المصري، نظرية العقد والإرادة المنفردة، مقارنة مع الشريعة الإسلامية والفقه الإسلامي، بدون ناشر، ١٩٨٤م.

ـ د/ عبد المنعم فرج الصدة، مصادر الالتزام، دار النهضة العربية، القاهرة، ١٩٨٦م.

ـ د/ عبد المنعم العقدة، مصادر الالتزام، دار النهضة العربية، طبعة ١٩٨٤م.

ـ د/ عبد الناصر توفيق العطار، مصادر الالتزام، العقد، بدون ناشر.

ـ د/ علي جمال الدين عوض، أعمال البنوك من الوجهة القانونية، دار النهضة العربية، ١٩٨٩م.

ـ د/ محمد إبراهيم الدسوقي، التأمين من المسئولية، المكتبة القانونية، القاهرة، ١٩٩٥م.

ـ ــــــــــــــ، "نظرية الالتزام"، بدون ناشر، ١٩٩٢م

ـ ــــــــــــــ، الجوانب القانونية في إدارة المفاوضات وإبرام العقود، طبعة معهد الإدارة العامة بالسعودية، ١٤١٥هـ.

ـ د/ محمد جمال عطية عيسى، مفهوم العقد، دراسة مقارنة عن الفكر القانوني الغربي والعقد الإسلامي، دار النهضة العربية، ١٩٩٩م.

ـ د/ محمد كمال حمدي، الولاية على المال، منشأة المعارف، الإسكندرية، ١٩٨٧م.

ـ د/ محمد لبيب شنب، شرح أحكام عقد المقاولة، طبعة ١٩٦٢م، دار النهضة العربية، الطبعة الثانية، دار المعارف بالإسكندرية، ٢٠٠٤م.

ـ د/ محمود جمال الدين زكي، الوجيز في نظرية الالتزام في القانون المدني المصري، الجزء الأول، مصادر الالتزام، طبعة ثانية، مطبعة جامعة القاهرة، ١٩٧٦م.

ـ د/ محمود سمير الشرقاوي، القانون التجاري، الجزء الثاني، دار النهضة العربية، القاهرة، ١٩٨٤م.

ـ د/ مصطفى الجمال، النظرية العامة للالتزام، مصادر الالتزام، دار المطبوعات الجامعية، ١٩٨٥م.

ـ د/ مصطفى كمال، مصادر الالتزام، الإسكندرية، دار المطبوعات الجامعية، ١٩٨٥م.

ـ ـــــــــــ، النظرية العامة للالتزامات، مصادر الالتزام، الإسكندرية، دار المطبوعات الجامعية، ٢٠٠٠م.

ـ د/ نبيل سعد تناغو، النظرية العامة للالتزام، دار المطبوعات الجامعية، الإسكندرية، ١٩٩٣م.

(ج) المراجع القانونية الخاصة:

ـ د/ أحمد محمود سعد، نحو إرساء نظام قانوني لعقد المشورة المعلوماتية (المعالجة الآلية للبيانات بواسطة الحاسب الآلي)، دار النهضة العربية، ١٩٩٤م.

ـ د/أميرة صدقي، النظام القانوني لشراء الأسهم من جانب الشركة المصدرة لها، دار النهضة العربية، طبعة ١٩٩٣م.

ـ د/ حسن تيمور، البورصات وتجارة القطن، مطبعة دار المعارف، ١٩١٧م.

ـ د/ حسين فتحي، معاملات المطلعين على أسرار أسهم الشركة، دار النهضة العربية، ١٩٩٦م.

ـ د/ عبد الفضيل محمد أحمد، بورصات الأوراق المالية، الناشر مكتبة الجلاء الجديدة، المنصورة، بدون سنة نشر.

ـ د/ علي شلبي، بورصة الأوراق المالية، دار النهضة العربية، ١٩٩٧م.

ـ د/ محمد حسام محمود مصطفى، عقود خدمات المعلومات، دراسة مقارنة بين القانون المصري والفرنسي، بدون ناشر، ١٩٩٤م.

ـ د/ نبيل محمد أحمد صبيح، التزام البنك مانح الائتمان تقديم النصيحة والمشورة، دار النهضة العربية، ٢٠٠٤م.

(د) المراجع الاقتصادية:

ـ د/ جلال الشربيني صفا، صناديق الاستثمار، سماتها، مواردها، أسلوب إدارة الأموال فيها، مذكرات معهد الدراسات المصرفية، البنك المركزي المصري، ١٩٩٥ـ١٩٩٦م.

ـ د/ سمير عبد الحميد رضوان، ميكانزم السوق وحركة الأسعار في أسواق الأوراق المالية والنظريات الحاكمة لتقلبات الأسعار في بورصات الأوراق المالية وأساليب تقويم الأسهم والسندات، مذكرات معهد الدراسات المصرفية، البنك المركزي المصري لعام ١٩٩٧ـ١٩٩٨م.

ـ د/ سمير عبد الحميد رضوان، التحليل المالي لشركات الأموال كضرورة لقيام وتطوير أسواق رأس المال، عرض تحليلي، نموذج تطبيقي، مذكرات معهد الدراسات المصرفية، البنك المركزي المصري لعام ١٩٩٣مـ١٩٩٤م.

ـ د/ سعيد الهواري، الإدارية المالية، دار النهضة العربية، ١٩٩٨م.

ـ د/ عمر سالمان، دعم وتطوير سوق المال في مصر، مذكرات معهد الدراسات المصرفية، البنك المركزي المصري لعام ١٩٩١ـ١٩٩٢م.

ـ محمد محمد حسنين، دور البنوك والمؤسسات المالية في تنشيط أسواق الأوراق المالية في مصر والعالم العربي، مذكرات معهد الدراسات المصرفية، البنك المركزي المصري لعام ١٩٩٥/١٩٩٦م.

ـ ــــــــــــــ، سوق الأوراق المالية، مذكرات معهد الدراسات المصرفية لعام ١٩٩٧ـ١٩٩٨م.

ـ د/ محمد صالح الحناوي والسيد عبد الفتاح، المؤسسات المالية، دار الجامعة، الإسكندرية، ١٩٩٨م.

ـ د/ منى القاسم، دور البنوك في تنشيط سوق المال من خلال الاستثمار، مذكرات معهد الدراسات المصرفية، ١٩٩٣ـ١٩٩٤م.

ـ د/ منى هنري، صناديق الاستثمار، دار المعارف بالإسكندرية، ١٩٩٤م.

ـ ــــــــــــــ، إدارة الأسواق والمنشآت المالية، منشأة المعارف بالإسكندرية، ١٩٩٤م.

ـ د/ منى هنري، الأسواق الحاضرة والمستقبلية، المؤسسة العربية المصرفية، المنامة، البحرين، ١٩٩٤م.

ـ ــــــــــــ، الفكر الحديث في مجال الاستثمار، منشأة المعارف بالإسكندرية، بدون سنة نشر.

ـ ــــــــــــ، الأسواق المالية وأسواق رأس المال، منشأة المعارف بالإسكندرية، بدون سنة نشر.

ـ د/ منير هندي، سلسلة الأوراق المالية، الجزء الثاني، الأسواق الحاضرة والمستقبلية، المعهد العربي للدراسات المالية والمصرفية، عمان، الأردن ١٩٧٨م.

ـ ــــــــــــ، أسواق رأس المال، منشأة المعارف بالإسكندرية، ١٩٩٧م.

ـ د/ عمر سالمان، دعم وتطوير سوق المال في مصر، مذكرات معهد الدراسات المصرفية، البنك المركزي المصري عام ١٩٩١ـ١٩٩٢م.

ـ د/ نادية أبو فاخرة، د/ شامل الحموي، د/ محمود صبيح، د/ أحمد الزهري، الأسواق المالية والمؤسسات المالية، الناشر كلية التجارة ـ جامعة عين شمس ٢٠٠٠ـ٢٠٠١م.

(هـ) الرسائل العلمية:

ـ د/ أحمد أبو قرين، الالتزام بالنصيحة في مرحلة تنفيذ العقود، رسالة دكتوراة من جامعة القاهرة، ١٩٨٩، بدون ناشر.

ـ د/ أحمد بركات مصطفى، التزام البنك تقديم المعلومات والاستشارات المصرفية، رسالة دكتوراة، جامعة أسيوط، بدون ناشر.

- د/ حسين حسن البراوي، عقد تقديم المشورة، رسالة من جامعة القــاهرة، بدون ناشر، ١٩٩٨م.

- د/ سعيد محمد حسانين سيف النصر، دور البنوك فـــي اســـتثمار أمـــوال العملاء، رسالة من عين شمس، بدون ناشر ١٩٩٣م.

- د/ صالح راشد الحمراني، دور شركات السمسرة فـــي اســـتثمار أمـــوال العملاء، رسالة من جامعية القاهرة، بدون ناشر، ٢٠٠٠م.

- د/ عبد الله الجلبي، الشرط المستحيل والمخالف للنظام العام، بحث مقارن، رسالة من جامعة القاهرة، الناشر المطبعة العالمية، ١٩٨٥م.

- د/ عبد القدوس عبد الرازق محمد صديق، الالتزام بضمان العيوب الخفية في عقد البيع، قانون المعاملات المدنية لدولـــة الأمـــارات، دراسة مقارنة مع القانون المصري، رسالة ماجستير، جامعة القاهرة، بدون ناشر، ١٩٩٥م.

- د/ عبد الوهاب الرومي، الاستحالة وأثرها على الالتزام العقدي، رســـالة من جامعة القاهرة، بدون ناشر، ١٩٩٤م.

- د/ محمود محمد شعبان، السبب الباعث على التعاقد في الفقه الإســـلامي، رسالة دكتوراة، حقوق القاهرة، بدون ناشر، ١٩٩٤م.

- د/ محمود مصطفى حسن محمد، النظـــام القـــانوني لعقـــد إدارة الأوراق المالية، رسالة من جامعية القاهرة، بدون ناشر، ٢٠٠٢م.

- د/ مرفت عبد العال، عقد المشورة في مجال تقديم المعلومات، رسالة من عين شمس، بدون ناشر ١٩٨٩م.

- د/ يعقوب يوسف صرخوة، الأسهم وتداولها في الشركات المساهمة فـــي القانون الكويتي، رسالة دكتوراة جامعة القاهرة، بدون ناشر، ١٩٨٢م.

(و) مقالات وبحوث ومؤتمرات:

ـ إبراهيم عبد الله، الاتفاقيات الخاصة وأثرها على أحكام المسئولية القانونية للخبير الاستشاري، المجلة الجنائية القومية، المجلد المائة والأربعون، مارس ٢٠٠٥م.

ـ د/ أحمد شلبي، الإسلام والقضايا المعاصرة الحديثة، بحث مقدم للمؤتمر العلمي السنوي الثالث، المنهج الاقتصادي في الإسلام بين الفكر والتطبيق، القاهرة من ٩ : ١٢ أبريل ١٩٨٣م.

ـ د/ أحمد صلاح عطية، الأدوات المالية المشتقة، مجلة البحوث التجارية، كلية التجارة، جامعة الزقازيق، سنة ١٩٨٨م.

ـ د/ السيد محمد اليماني، تقديم المعلومات والاستشارات المصرفية ومسئولية البنك تجاه المستعلم، مجلة الدراسات القانونية، أسيوط، العدد الأول، السنة الأولى ١٩٧٩م.

ـ إدوارد الخياط، الحصانة القانونية لأسرار المهنة في القانون المقارن، مجلة الحق، اتحاد المحامين، السنة الثالثة، العدد الأول، يناير القاهرة، ١٩٧٢م.

ـ د/ سميحة القليوبي، حول قانون تنظيم الاكتتاب في مشروعات توظيف الأموال أو حول مفهوم الاكتتاب العام، مجلة مصر المعاصرة، السنة ٧٨، العدد ٤٠٧ و ٤٠٨ يناير وابريل ١٩٨٧.

ـ د/ فاروق عبد الحليم الغندور، المعاملات المحاسبية التي تمارسها البنوك، بحث مقدم للمؤتمر العلمي السنوي الثالث، المنهج الاقتصادي بين الفكر والتطبيق، القاهرة، من ٩ـ١٢ ابريل ١٩٨٣م.

- د/ محمود عبد العزيز، الأدوات المالية الجديدة في أسواق المال العربية، ندون رأس المال العربية، الفرص والتحديات، صندوق النقد العربي، أبو ظبي، الأمارات العربية المتحدة بتاريخ ١٩٩٠/١١/١٥م.

- د/ يحيى عبيد، تقييم المشروعات في الفكر الإسلامي، ورقة مقدمة للمؤتمر العلمي السنوي الثالث، المنهج الاقتصادي في الإسلام بين الفكر والتطبيق، القاهرة من ٩ــ١٢ ابريل ١٩٨٣م.

- معايير المحاسبة والمراجعة، اختيارات المعلومات المالية المستقبلية، المعيار المصري رقم ٣٣، مجلة أخبار المال والاقتصاد، العدد الخامس، نوفمبر سنهة ٢٠٠١م، تصدر عن جمعية الاستشارات المصرية.

- مقال بشأن إضافة قرار جديد بشأن الاستشارات في البورصة، جريدة المصري اليوم، العدد ١٠٤٧، صفحة الاقتصاد بتاريخ ٢٠٠٧/٤/٢٦م.

- ندوات علمية وجلسات تدريبية عقدتها جامعة الملك عبد العزيز، أكتوبر ١٩٨٠م.

ثانيا - المراجع باللغة الإنجليزية

(أ) مراجع عامة وخاصة

- D.A. WinsLAW and C. Andersson-as parting respons to Law, an Economics Criticism of the Regulation of Insider Trading, Washington, Wash, 1995.
- Jerry Isenberg–insider Trading breach of Fiduciary duty and Misappropriation, Enforcement and case law series (1993).

(ب) بحوث وتعليقات فقهية :

- Ahmed Y. Zohny "The Suitability of U.S. Securities law and regulations to servas as model law for Egyptian Markets", Arab Law Quaterly Vol. 15 Part I, 2000.
- Attornery General's reference (No. 1 of 1988) See. (ALL) the all England Law Reports 1986, Vol. 2.
- Attory General Reference (no. 1 of 1988), House of lord Keith of kinkel, lord Templman, Lord Ackner, lord oliver of Aylmerton and lord lower, I. Mareh, 13 April 1989 (ALL) The all England Law reports, 1986, Vol. 2.

- Chibil Mallat (commercial law in Middle East Between Classical Transaction and Modern Buisiness", What Matters in all Things is usage sarakhsi, the book of the Americal Jolurnal of Comparative Law Vol. 48, No. Winter 2000 (iss No. 002-919X).

- French Security and Portefal Analysis–Concepts and Management-OPhais, Merriel Publication, 1989.

- Karmels, Roberta "What Trading System and Exchange". The New York Law Journal, New York. http://www.UX.com/Practice/Securities/1218.etrade.html.december, 18, 1997.

- D. Lowenfels and Alan R. Bromberg. "Suitability in securities Transactions". The Business Lawyer. Section of Business law. American Bar Association University of Maryland School of Law. August 1999, Vol. 54 Number 4.

- Office of Public Reference Room 1580, Leefastreet, N.E. Washington. D.C. 2054. 0102, E. Mail Public Info@sec.9076.se3e.

http://www.sec.gov/investor/brokers.htm.

- Paterson John M.R. "Stook Broker Fraud", Law offices of Bernstein, Shur–Sawyer and Nelson". http://www.Mainlaw.com/articles/stook. Broker 1020 Fraud. htm. September, 1990.

- Paul Gason "An Over View of the Federal Securities Law", Business Law Today (A.B.A.). July-August 1995.

- Robert H. Mundheim, Professional Responsibilities of Broker. The Suitability Docturine, 1965. Duke. http://www.Market.counsel.com.

- Voiding the risk and Managing the Litigation at 172 (Pli Corp Law and Practice Course handbook Series No. 84–7137, 1996). http://www.Nexis.com.

ثالثاً ـ المراجع باللغة الفرنسية

(أ) المراجع العامة والخاصة:

- Bernard Grlon–les entrepris deservies. Thése, Pairs, I, 1970.
- French Security and Portefal Analysis-concepts and Mangement (ohais Merrill Publications, 1989).
- Floour (J), et Aubert (J.L.) Droit Civil, Lew Obligations, Vol. I, l'acte Juridique, 1975, Vol. 2, Le fait Juridique, 1981, Collection Armand Colin, Paris.
- Gavalda (CH) et Stoufflet – droit Bancaire 1992-ed. Litec. P. 173 – et droit bancair Troisime edition 1997, Litec, Paris No. 754, p. 412.
- Ghestin–droit civile, le contrat, No. 225 p. 172, Thése Paris (L.G.D.T.) Librairie General de droit et de Juris prudence, 1970.
- Hubert (A)–le contrat d'ingenierie conseil, Masson – 1980.
- Jean Jacqies Alexandre Prestation de conseil Juridique en droit Francais Thése d'aix – Merseille, 1990.
- Jack Vesain–la responsabilitie du banquire en droit prive Francais, 1983.

- Jean Savatier–etude Juridique de la profession, liberate – these poitiers, 1940.

- Nadge Reuboul–les contrats de conseil, theses Paris I, 1997.

- Michel Jug F. Art et Benjamin ippolite Trait de droit commercials. Tom 7. Banques et Bourses, 3 eme edition 1991, Par Martin (Lucienm) Montchrestein, Paris, No. 529.

- Philippe Merle–contract de Management et organization des pouvoire dan la societe anayme, dalloz 2-19.

- Philippe le Tourneau–le responsabilite Civil Professionnell. Ed. Economica, 1995, p. 55.

- Tubert (A) Les Contrats d'engenieries conseil, ed., Masson 1984.

- Weill (A) et Terre (F), droit Civil, les Obligations, Vol. I, L'acte Juridique, 1979, les obligation, 3[ed], 1980. Precis dalloz, Pairs.

(ب) المقالات والدوريات والتعليقات على الأحكام القضائية:

- Bull Civ., I N. 12, p: 102 et V. egalement, Cass. Civ, 3, Ier, Mars. 1989. (J.C.P.) 1989, IV, P: 161, Cite Par: Gestin (J) Trait de droit Civil, Laformation du contrat, No. 813, P. 818.

- Charles Goyet–Nicolas Rontchevsk, Michel Stork – droit de Marches Financier – R.T.D. com. P. 54 (4). Oct. Dec. 2001.

- Code de Comercex. Dalloz Textes, KY Jurisprodence annotation Bourses et Marches Financiers.

- Cass Civ., Ier. H., 15 Avril 1986, Jurisclasseur Periodique, la semaine Juridique (J.C.P.), Ed. E., 1986. No. 1551.

- Cass. Com. 30 Juin 1987, Bull. Civ. No. 163, P. 122, Gaz, Pal 23-24 September 1987, P. 12; J.C.P. 1987, IV. 311.

- Cass. Civ.–Bulletion des Artes de la court de cassation – T No. 46, Paris 2 Mai 1994 Dalloz, Inf., Rapport pp. 161.

- Cass. Crim, 30 September 1991 (J.C.P.) Juli, P. 176.

- Cass, Ire, Ch. 22 Mai 1990, Dalloz, 1990 (ir) Insitutu de Recherche 175, droit de informatique.

- Cass. Civ. 20: 3, 1972, Bull. Civ. III No. 405, P. 295.

- C.A. Paris, 28 Janv 2000 R.T.D. 2000, 339, Obs. N. Rontchersky- Rev. Trim. Dr. Economique. Ct. Dec. 2000, P. 43.

- Cass. Civ., 18 Janv. 1977, Bull. Civ. 1977, I, No. 25, P. 21.

- Cass. Com., No. V. 1987, dalloz. 1989, II, P. 35, Vote Ph. Malsonire.

- Cass. Com. 29, Tan. 1991, J.C.P. Ed. 1991, II, No. 21751, Obs.

- Del'alligement d' obligation de rensignements ou de conseil dalloz, 1987, Chronique. 101.

- Essom (B.E.) Moussio (Jean-Jacques) gestion de portfewille dictionnaire Joly, Bourse et Produits Financiers, No. 12.

- F. Collart. Duitilleul et Ph. Deleodque contrats Civil et commercieaux précis – dalloz, 15e. ed. 2001, No. 652 – PH Maburie – l'aynes et P-Y Gouter Contrats specuaux cujas, 13ed. 2001-2002, No. 550-P-y.Gowtuer, Obs. Sur. Cass. Civil 18 No. 1997, (R.I.D. Civ. 1984, 40).

- Ghestion "L'abus dans les contrats", GAZ-PAL: 1981, 2. Doc. P. 379.

- H. Gademet – Tallon Helene Minorite et droit Commercial (Loi du 14 Decombre) Rev. Trim. Dr. Com. 1976, No. 5, P. 229.

- Leaute: les contrats Jyoes. Rev. Trim. Dr. Civ. 1953.

- Loi 29 September 1967, Commission des operation de bourse (Cob.) code de commerce. Dalloz. Ed. 2000.

- Marre–France Mialon–contribution a l'etude Juridique d'un contrat de conseil Rev. Ter. Dr. Civ. 1973, No. 19, P. 15 et. No. 4, P. 309.

- Mialon–Actualite de contrats de conseil ermiter l'ingeneire et Travux Publies d'architure – Trim – de – dr – Civ. 1976, No. 38.

- Mialon-contribution a l'etude Juridiqued, un contrat de conseil, les contrats, de conseil en organization d'enterprise. Rev. Trim. Dr. Civ. 1973.

- Mialon–Etusle Jaridique d'un contrat de conseil – Rev. Trim. De dr. Civ. 1997.

- Michel Vasseur – des responsibilities en course par le loanquier avaison des information avoid et conseils onispehses ases clients–Reve Banque, 1983.

- Raport annual de la commission de operation de Bourse au president de la repulique francaise pour 1980.

- Vacabulaire Juridique Association H. Capiton: Publie sous la direction de G. Conu. Presses Universitair defrance 6. eme. Editions revue et Augmentee. 1996.

- Weill (A) et Terre (F) – droit civil, Vol. I, Interoduction general. 4ed. 1989, les obligation, 3ed. 1980, Precis dalloz, Paris.

- Trib – 6 m. de compiegne 2 Juin 1989, AFF. Soc. Des bourses Francais, droit de 1989, 4.

- Rene Savatier – les contrats de conseil professionnel en droit Privé–Recuil dalloz Sirey 1972 Chronique XXIII, P. 137, 145, No. 22.

فهرس الموضوعات

فهرس الموضوعات